# IM05

**INFORME MENSUAL**
NÚMERO 467 | MAIG 2022

## ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
*Sobre la pujada de la rendibilitat del deute sobirà*

ECONOMIA INTERNACIONAL
*UE i la Xina: mapes d'una interdependència estratègica*

ECONOMIA ESPANYOLA
*Com pot impactar l'augment dels tipus d'interès sobre l'esforç hipotecari?*

*Omplir el dipòsit, sí o no? El que ens diu la despesa a les benzineres de les llars espanyoles*

## DOSSIER: LA RESPOSTA DELS SALARIS A L'AUGMENT DE LA INFLACIÓ

*Inflació a l'alça, la seguiran els salaris?*

*L'evolució salarial: una preocupació més per al BCE?*

*La relació entre la inflació i els salaris a Espanya: existeix, però els matisos són importants*

*Dinàmiques salarials a Espanya: què ens diu l'indicador de salaris de CaixaBank Research?*

CaixaBank Research

## INFORME MENSUAL
**Maig 2022**

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i per BPI Research (UEEF)

**CaixaBank Research**
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
**Enric Fernández**
Economista en cap
**José Ramón Díez**
Director d'Economies i Mercats Internacionals
**Oriol Aspachs**
Director d'Economia Espanyola
**Sandra Jódar**
Directora de Planificació Estratègica
**Clàudia Canals i Nuria Bustamante**
Coordinadores de l'*Informe Mensual*
**Javier Garcia-Arenas**
Coordinador del Dossier

**BPI Research (UEEF)**
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
**Paula Carvalho**
Economista en cap

Data de tancament d'aquesta edició:
30 d'abril de 2022

# ÍNDEX

**1 EDITORIAL**

**3 LES CLAUS DEL MES**

**4 PREVISIONS**

**7 MERCATS FINANCERS**

9 *Sobre la pujada de la rendibilitat del deute sobirà*
Antonio Montilla

**12 ECONOMIA INTERNACIONAL**

14 *UE i la Xina: mapes d'una interdependència estratègica*
Luís Pinheiro de Matos

**19 ECONOMIA ESPANYOLA**

21 *Com pot impactar l'augment dels tipus d'interès sobre l'esforç hipotecari?*
Judit Montoriol Garriga

22 *L'elevat estalvi de les famílies espanyoles ajudarà a mitigar l'impacte del repunt de la inflació*
Javier García Arenas

24 *Omplir el dipòsit, sí o no? El que ens diu la despesa a les benzineres de les llars espanyoles*
Alberto Graziano, Eduard Llorens i Josep Mestres

**26 ECONOMIA PORTUGUESA**

**29 DOSSIER: LA RESPOSTA DELS SALARIS A L'AUGMENT DE LA INFLACIÓ**

29 *Inflació a l'alça, la seguiran els salaris?*
Clàudia Canals

31 *L'evolució salarial: una preocupació més per al BCE?*
Màxim Ventura Bolet i Ricard Murillo Gili

33 *La relació entre la inflació i els salaris a Espanya: existeix, però els matisos són importants*
Javier Garcia-Arenas i Eduard Llorens i Jimeno

35 *Dinàmiques salarials a Espanya: què ens diu l'indicador de salaris de CaixaBank Research?*
Josep Mestres Domènech

# Buscant l'equilibri perdut

Més de dos mesos després de l'inici de la guerra a Ucraïna, la sensació és que els escenaris econòmics continuen estant molt oberts, subjectes a l'elevat nivell d'incertesa que generen l'evolució del conflicte bèl·lic i les seves implicacions econòmiques, a l'efecte dels tancaments parcials de l'activitat a la Xina provocats per la política de COVID zero i a les implicacions de l'enduriment general de les condicions financeres. La interacció de les dinàmiques (i dels desequilibris) que veníem arrossegant des de l'inici de la pandèmia, amb la nova realitat que representen l'augment de la inestabilitat geopolítica i les pujades de tipus, conforma un escenari nou i desafiador, al qual hauran d'adaptar les seves decisions les famílies, les empreses i els governs. Sobretot, per l'aparició d'una amenaça nova per a tota una generació, com és la inflació, amb la qual ja estem convivint en el dia a dia, després de dècades sense manifestar-se amb la intensitat actual.

No serà senzill per a la política econòmica protegir les rendes dels agents més vulnerables, repartir de forma equitativa la pèrdua d'activitat que genera un xoc d'oferta, permetre que els preus enviïn els senyals adequats per reequilibrar els mercats més afectats per la guerra i, alhora, normalitzar els nivells de tipus d'interès des d'una zona extremadament expansiva. O, si més no, no ho serà sense provocar un refredament intens de l'activitat en economies molt endeutades, amb la dificultat addicional de prendre decisions sense visibilitat completa sobre l'evolució de les successives rondes de sancions a Rússia i els seus efectes potencials sobre els mercats de l'energia. A l'enèsima cruïlla que han d'afrontar les autoritats econòmiques en els últims anys, el preu a pagar per una resposta adequada als desafiaments actuals (polítics i econòmics) pot ser un creixement estancat durant dos o tres trimestres, però, a canvi, es minimitzaria l'amenaça de consolidació d'un procés d'estagflació, la digestió del qual sol exigir molts més sacrificis a mitjà termini. A més a més, serà necessari mantenir la coordinació en les respostes de política econòmica en un món amb el risc de fragmentació en blocs geopolítics, per limitar els riscos d'inestabilitat financera i de desajustaments en els tipus de canvi.

La dificultat rau en el fet que ens continuem movent en un escenari molt volàtil, amb molt soroll i amb pocs senyals sòlids. El diagnòstic sobre els efectes de tot el que ha succeït en els últims mesos sobre l'activitat encara és molt parcial, perquè només tenim dades de creixement del 1T, i els senyals de les enquestes a les empreses i als consumidors no són gaire concloents. En general, es perceben més dubtes en els consumidors que en els empresaris, i, entre aquests últims, sembla que els gestors dels sectors manufacturers estan més preocupats que els pertanyents a les branques de serveis, tot i que aquests dubtes són coherents amb una economia encara en zona de creixement positiu. La clau, com gairebé sempre, serà el comportament de la despesa privada, que es mourà entre els efectes negatius de la inflació sobre la capacitat de compra dels agents i l'existència d'un estalvi acumulat en els dos últims anys que es pot mobilitzar i pot servir de contrapunt. Ara com ara, l'única certesa és que la inflació ha continuat escalant mes rere mes i s'ha convertit en el principal risc de l'escenari. El magre consol és que hauríem d'estar molt a prop dels màxims a bona part de l'OCDE, mentre que el preocupant són les tensions que comencen a mostrar les lectures subjacents (en especial als EUA) i el seu trasllat a unes expectatives d'inflació a llarg termini que es comencen a situar a les dues bandes de l'Atlàntic més a prop del 3% que del 2%, la qual cosa explicaria el gir abrupte de la política de comunicació dels bancs centrals.

En aquest context, la principal novetat de l'escenari és l'intens augment de la rendibilitat nominal exigida pels inversors al llarg de tota la corba de tipus d'interès per compensar els riscos inflacionistes. Ara com ara, la notícia positiva és que els tipus d'interès reals es continuen comportant de forma molt moderada, la qual cosa reflecteix un vot de confiança dels inversors, que hauran de confirmar els bancs centrals deixant d'estar per darrere de la corba, la qual cosa, segurament, exigirà situar-se, com a mínim, a la zona de tipus d'interès neutrals en els 18 propers mesos. Per tant, cal esperar una determinació clara en el ritme de normalització de la política monetària fins a un punt d'arribada dels tipus d'interès oficials pròxim al 3% als EUA i de l'1,5% a la zona de l'euro. Són nivells amb una incidència potencial moderada sobre l'estabilitat financera i sobre el creixement, sobretot si són suficients per ancorar les expectatives d'inflació en el 2%, tot i que contrasten amb les condicions financeres a les quals hem estat acostumats en l'última dècada (euríbor a 12 mesos mitjà del 0,05%). En definitiva, en els propers mesos, ens continuarem movent en un cicle de negocis procel·lós, caracteritzat pels realineaments geopolítics, pels trastorns persistents en les cadenes de subministraments, per la volatilitat als mercats financers i per uns bancs centrals intentant recuperar el temps perdut.

**José Ramón Díez**
Maig 2022

# Cronologia

## ABRIL 2022

**1-31** Continua la guerra russo-ucraïnesa mentre Rússia suspèn el subministrament de gas a Bulgària i a Polònia.
La Xina confina nombroses ciutats arran del nou brot de COVID.
**24** Emmanuel Macron és reelegit president de França.

## FEBRER 2022

**1-23** Escalada de les tensions entre Rússia i Occident per les maniobres militars a la frontera entre Rússia i Ucraïna.
**24** Invasió russa d'Ucraïna.
Inici de les sancions internacionals a Rússia.

## DESEMBRE 2021

**3** La Comissió Europea autoritza el desemborsament de 10.000 milions d'euros de l'NGEU a Espanya.
**8** Puja la tensió en la crisi d'Ucraïna.
**28** S'assoleix un acord en la reforma laboral a Espanya.

## MARÇ 2022

**1-31** Prossegueixen la guerra a Ucraïna, les negociacions de pau i les sancions.
Crisi de refugiats (més de 4 milions d'ucraïnesos s'han refugiat fora d'Ucraïna).
**23** Els talibans mantenen el veto a l'educació secundària de les dones.

## GENER 2022

**1** Sisena onada de COVID a Espanya.
**23** Una delegació talibana inicia converses amb potències europees i amb els EUA a Oslo.
**24** El telescopi James Webb arriba a la seva destinació final per estudiar l'origen de l'univers.

## NOVEMBRE 2021

**13** La Cimera del Clima COP26 tanca un nou acord climàtic.
**15** Crisi migratòria a la frontera entre Bielorússia i Polònia.
**22** Noves restriccions a la mobilitat a Europa i extensió de la variant òmicron.

# Agenda

## MAIG 2022

**3** Portugal: índex de producció industrial (març).
**3-4** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
**4** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
**6** Espanya: índex de producció industrial (març).
Portugal: ràting Fitch.
**11** Portugal: ocupació i atur (1T).
**13** Portugal: índex de costos laborals (1T).
**17** Espanya: comerç exterior (març).
**18** Japó: PIB (1T).
**19** Portugal: indicadors coincidents (abril).
**20** Portugal: ràting Moody's.
**26** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (març).
**30** Espanya: avanç de l'IPC (maig).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (abril).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (maig).
**31** Portugal: desglossament del PIB (1T).

## JUNY 2022

**2** Espanya: afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
**8** Portugal: xifra de negocis a la indústria (abril).
**9** Consell de Govern del Banc Central Europeu.
**10** Espanya: ràting Fitch.
**14-15** Comitè de Mercat Obert de la Fed.
**16** Espanya: enquesta trimestral de cost laboral (1T).
**23** Espanya: crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).
Portugal: preus de l'habitatge (1T).
**23-24** Consell Europeu.
**24** Espanya: comptabilitat nacional trimestral (1T).
Espanya: balança de pagaments i PIIN (1T).
Portugal: taxa d'estalvi de les llars (1T).
**29** Espanya: avanç de l'IPC (juny).
Portugal: ocupació i atur (maig).
Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic (juny).
**30** Espanya: taxa d'estalvi de les llars (1T).
Espanya: execució pressupostària de l'Estat (maig).
Portugal: taxa de morositat (1T).

# L'activitat econòmica aguanta

T'imagines viure el context actual sense disposar d'informació sobre l'evolució de l'economia? Em refereixo a dades objectives i fiables sobre l'ocupació, la producció, els salaris o els preus. Molt probablement, el desconcert seria enorme. En les circumstàncies actuals, la percepció que cadascú té sobre la situació econòmica és molt diferent i es pot veure molt influenciada pel sector en què treballa o per la regió en què viu. Per sort, disposem de dades amb les quals podem contrastar la nostra impressió de la realitat econòmica. Aquest mes, s'han publicat els principals indicadors que ens informen de la situació econòmica del trimestre que acabem de tancar, i són de gran utilitat per situar-nos en aquest moment tan incert.

Així, podem afirmar que el ritme de creixement de l'activitat econòmica es va alentir durant el 1T de l'any, però amb matisos importants quan valorem la situació particular en què es troba cada país. L'economia nord-americana és la que ha patit una desacceleració més brusca en relació amb el ritme d'avanç que venia registrant en els últims trimestres. El PIB va anotar una taxa de creixement negativa en el 1T 2022, amb un descens del 0,4% en termes intertrimestrals. No obstant això, aquesta mala dada cal interpretar-la amb cautela, perquè els principals motors del creixement, com el consum i la inversió, van continuar avançant a bon ritme. A la zona de l'euro, les dades d'activitat econòmica han mantingut un ritme d'avanç modest, en línia amb el que s'esperava, amb un creixement del 0,2%, i no hi ha hagut grans diferències entre els principals països. Mentre que el PIB d'Itàlia va recular un 0,2%, el de França es va mantenir pla, i el d'Alemanya i el d'Espanya van avançar un 0,2% i un 0,3%, respectivament.

El mercat laboral, que normalment reacciona amb un cert retard als canvis que es produeixen en l'activitat, continua oferint xifres globalment positives. Als EUA, fa mesos que s'observa un dinamisme elevat, i, de fet, els problemes de falta de mà d'obra continuen presents, amb una taxa d'atur que es manté prop dels mínims històrics. A la zona de l'euro, les xifres també mantenen una tendència molt positiva, i, al març, la taxa d'atur va recular fins al 6,8%, un nivell històricament baix per als estàndards europeus. També a la zona de l'euro, i, en especial, en països com Alemanya i França, l'escassetat de mà d'obra s'està revelant com un factor que limita la capacitat de creixement.

A Espanya, la dinàmica del mercat laboral està sent resilient a les diferents adversitats del moment. Destaca el ritme de creixement de l'ocupació, que, en el 1T 2022, es va situar en l'1,1% en termes intertrimestrals (i desestacionalitzats), i, sobretot, destaca l'elevat ritme de creixement de les hores efectivament treballades (un indicador especialment útil en el context de pandèmia), que van anotar un destacable 3,2% intertrimestral. A més a més, el bon funcionament del mercat laboral va acompanyat d'una caiguda remarcable de la temporalitat, perquè està augmentant de forma molt destacable el nombre d'assalariats amb contracte indefinit, mentre que es redueix el de les persones amb contracte temporal.

Malgrat la resistència que ha mostrat l'activitat econòmica fins avui, i malgrat les bones xifres del mercat laboral, les perspectives econòmiques han anat empitjorant en els últims mesos. En gran part, això és degut al fort repunt que està experimentant la inflació als principals països desenvolupats. Però, una vegada més, els matisos són molt importants. Als EUA, l'augment de preus és generalitzat a tota la cistella de consum i, a més a més, va de bracet d'un fort augment dels salaris, que creixen per damunt del 5%. En canvi, als països europeus, el gros de la pujada dels preus és degut a l'encariment de l'energia i dels aliments, i el contagi a la resta de béns, tot i que va en augment, encara és limitat.

Aquests matisos són molt rellevants a l'hora de valorar la reacció dels bancs centrals. Així, tot fa pensar que la Fed haurà de dur a terme un augment sobtat i pronunciat dels tipus d'interès en els propers mesos per intentar frenar l'activitat econòmica i, indirectament, les pressions inflacionistes. És probable que, enguany, la Fed acabi apujant el tipus de referència prop de 2 p. p., el ritme de pujades de tipus més pronunciat des del 1995. A la zona de l'euro, també s'espera que el BCE augmenti els tipus d'interès, però, atès que les pressions inflacionistes són menors, pensem que ho farà a un ritme molt més gradual, amb un augment del tipus de referència entre 0,50 i 0,75 p. p. al llarg de l'any.

Però, més enllà de l'augment de la inflació i dels costos de finançament, i malgrat el notable deteriorament de les perspectives de creixement que tot això comporta, la veritat és que el ritme de creixement que el conjunt d'analistes espera per al 2022 i per al 2023 és relativament elevat. L'impuls a l'activitat econòmica que probablement comportarà la finalització de les restriccions a la mobilitat i a l'activitat serà molt destacable si no es produeixen noves mutacions del virus. Així, malgrat les revisions a la baixa dels últims mesos, esperem que l'economia nord-americana creixerà per damunt del 3% enguany, mentre que l'europea podria fer-ho al voltant del 2,6%, i l'espanyola, per damunt del 4%.

Certament, els riscos que envolten aquest escenari són notables, en especial els baixistes. Un tensionament dels preus de l'energia, a causa d'una escalada de les sancions i de les contrasancions entre Rússia i els països europeus, és un dels elements que genera més preocupació. També haurem de seguir de prop les implicacions de la nova onada de contagis i de confinaments a la Xina, que podria tornar a col·lapsar les cadenes globals de subministrament i incrementar els problemes de subministrament en diversos sectors. Però les coses també podrien acabar anant millor del que s'espera, tot i que, avui dia, sembli impossible. Per a la futurologia no hi ha dades, però hem d'intentar contemplar tots els escenaris plausibles, i així com no s'ha de caure en l'autocomplaença quan les coses van bé, tampoc s'ha de pecar de pessimista quan es travessen moments difícils.

**Oriol Aspachs**

*Mitjana de l'últim mes del període, llevat que s'indiqui el contrari*

## *Mercats financers*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **TIPUS D'INTERÈS** | | | | | | | |
| **Dòlar** | | | | | | | |
| Fed funds (límit superior) | 3,43 | 0,68 | 1,75 | 0,25 | 0,25 | 2,50 | 2,75 |
| Líbor 3 mesos | 3,62 | 0,89 | 1,91 | 0,23 | 0,21 | 2,65 | 2,70 |
| Líbor 12 mesos | 3,86 | 1,40 | 1,97 | 0,34 | 0,52 | 3,15 | 3,00 |
| Deute públic 2 anys | 3,70 | 0,95 | 1,63 | 0,13 | 0,62 | 2,55 | 2,60 |
| Deute públic 10 anys | 4,70 | 2,61 | 1,86 | 0,93 | 1,45 | 3,00 | 3,10 |
| **Euro** | | | | | | | |
| Depo BCE | 2,05 | 0,26 | –0,50 | –0,50 | –0,50 | 0,00 | 0,75 |
| Refi BCE | 3,05 | 0,82 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,50 | 1,25 |
| Eonia | 3,12 | 0,47 | –0,46 | –0,47 | –0,49 | 0,05 | 1,00 |
| Euríbor 1 mes | 3,18 | 0,58 | –0,45 | –0,56 | –0,60 | 0,04 | 0,97 |
| Euríbor 3 mesos | 3,24 | 0,74 | –0,40 | –0,54 | –0,58 | 0,12 | 1,03 |
| Euríbor 6 mesos | 3,29 | 0,88 | –0,34 | –0,52 | –0,55 | 0,32 | 1,16 |
| Euríbor 12 mesos | 3,40 | 1,07 | –0,26 | –0,50 | –0,50 | 0,53 | 1,29 |
| **Alemanya** | | | | | | | |
| Deute públic 2 anys | 3,41 | 0,45 | –0,63 | –0,73 | –0,69 | 0,75 | 1,30 |
| Deute públic 10 anys | 4,31 | 1,70 | –0,27 | –0,57 | –0,31 | 1,10 | 1,70 |
| **Espanya** | | | | | | | |
| Deute públic 3 anys | 3,62 | 1,87 | –0,36 | –0,57 | –0,45 | 1,38 | 1,88 |
| Deute públic 5 anys | 3,91 | 2,39 | –0,09 | –0,41 | –0,25 | 1,58 | 2,08 |
| Deute públic 10 anys | 4,42 | 3,40 | 0,44 | 0,05 | 0,42 | 2,30 | 2,70 |
| Prima de risc | 11 | 171 | 71 | 62 | 73 | 120 | 100 |
| **Portugal** | | | | | | | |
| Deute públic 3 anys | 3,68 | 3,66 | –0,34 | –0,61 | –0,64 | 1,47 | 2,04 |
| Deute públic 5 anys | 3,96 | 4,30 | –0,12 | –0,45 | –0,35 | 1,72 | 2,24 |
| Deute públic 10 anys | 4,49 | 5,03 | 0,40 | 0,02 | 0,34 | 2,25 | 2,70 |
| Prima de risc | 19 | 334 | 67 | 60 | 65 | 115 | 100 |
| **TIPUS DE CANVI** | | | | | | | |
| EUR/USD (dòlars per euro) | 1,13 | 1,28 | 1,11 | 1,22 | 1,13 | 1,10 | 1,18 |
| EUR/GBP (lliures per euro) | 0,66 | 0,84 | 0,85 | 0,90 | 0,86 | 0,84 | 0,84 |
| **PETROLI** | | | | | | | |
| Brent ($/barril) | 42,3 | 81,6 | 65,2 | 50,2 | 74,8 | 95,0 | 80,0 |
| Brent (euros/barril) | 36,4 | 62,9 | 58,6 | 41,3 | 66,2 | 86,4 | 68,4 |

Previsions

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

## *Economia internacional*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CREIXEMENT DEL PIB** | | | | | | | |
| **Mundial** | 4,5 | 3,4 | 2,9 | –3,1 | 6,1 | 3,5 | 3,7 |
| ***Països desenvolupats*** | *2,7* | *1,4* | *1,8* | *–4,5* | *5,2* | *3,0* | *2,5* |
| Estats Units | 2,7 | 1,6 | 2,3 | –3,4 | 5,7 | 3,2 | 2,4 |
| Zona de l'euro | 2,2 | 0,8 | 1,6 | –6,5 | 5,4 | 2,6 | 3,1 |
| Alemanya | 1,6 | 1,3 | 1,1 | –4,9 | 2,9 | 1,2 | 2,8 |
| França | 2,2 | 0,9 | 1,8 | –8,0 | 7,0 | 2,9 | 2,3 |
| Itàlia | 1,5 | –0,4 | 0,5 | –9,1 | 6,6 | 2,4 | 2,0 |
| Portugal | 1,5 | 0,3 | 2,7 | –8,4 | 4,9 | 4,2 | 2,8 |
| Espanya | 3,7 | 0,5 | 2,1 | –10,8 | 5,1 | 4,2 | 3,8 |
| Japó | 1,4 | 0,5 | –0,2 | –4,5 | 1,7 | 2,3 | 1,5 |
| Regne Unit | 2,6 | 1,3 | 1,7 | –9,4 | 7,5 | 3,2 | 1,1 |
| ***Països emergents i en desenvolupament*** | *6,5* | *5,0* | *3,7* | *–2,0* | *6,8* | *3,9* | *4,6* |
| Xina | 10,6 | 8,2 | 6,0 | 2,2 | 8,1 | 4,7 | 4,9 |
| Índia | 7,2 | 7,0 | 4,5 | –6,7 | 9,0 | 7,5 | 7,5 |
| Brasil | 3,6 | 1,7 | 1,2 | –3,9 | 4,6 | 0,8 | 2,1 |
| Mèxic | 2,4 | 2,1 | –0,2 | –8,2 | 4,8 | 2,5 | 2,3 |
| Rússia | 7,2 | 1,3 | 2,2 | –2,7 | 4,8 | –8,1 | –0,3 |
| Turquia | 5,5 | 4,9 | 0,9 | 1,8 | 11,0 | 3,3 | 3,9 |
| Polònia | 4,2 | 3,6 | 4,8 | –2,5 | 5,7 | 4,3 | 3,2 |
| **INFLACIÓ** | | | | | | | |
| **Mundial** | 4,1 | 3,7 | 3,5 | 3,2 | 4,7 | 7,0 | 4,1 |
| ***Països desenvolupats*** | *2,1* | *1,6* | *1,4* | *0,7* | *3,1* | *5,8* | *2,1* |
| Estats Units | 2,8 | 1,8 | 1,8 | 1,3 | 4,7 | 6,9 | 2,3 |
| Zona de l'euro | 2,2 | 1,5 | 1,2 | 0,3 | 2,6 | 6,7 | 2,0 |
| Alemanya | 1,7 | 1,4 | 1,4 | 0,4 | 3,2 | 6,8 | 2,1 |
| França | 1,9 | 1,3 | 1,3 | 0,5 | 2,1 | 5,4 | 1,7 |
| Itàlia | 2,4 | 1,5 | 0,6 | –0,1 | 1,9 | 6,6 | 1,9 |
| Portugal | 3,1 | 1,2 | 0,3 | 0,0 | 1,3 | 5,4 | 1,8 |
| Espanya | 3,2 | 1,4 | 0,7 | –0,3 | 3,1 | 6,8 | 1,1 |
| Japó | –0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,0 | –0,2 | 0,9 | 0,7 |
| Regne Unit | 1,6 | 2,4 | 1,8 | 0,9 | 2,6 | 6,9 | 2,2 |
| ***Països emergents*** | *6,7* | *5,6* | *5,1* | *5,2* | *5,9* | *7,9* | *5,6* |
| Xina | 1,7 | 2,6 | 2,9 | 2,5 | 0,9 | 1,9 | 1,7 |
| Índia | 4,5 | 7,7 | 3,7 | 6,6 | 5,1 | 5,5 | 4,5 |
| Brasil | 7,3 | 5,9 | 3,7 | 3,2 | 8,3 | 8,7 | 4,7 |
| Mèxic | 5,2 | 4,2 | 3,6 | 3,4 | 5,7 | 6,2 | 4,0 |
| Rússia | 14,2 | 8,2 | 4,5 | 3,4 | 6,7 | 14,0 | 7,5 |
| Turquia | 22,6 | 9,1 | 15,2 | 12,3 | 19,6 | 52,3 | 23,4 |
| Polònia | 3,5 | 1,9 | 2,1 | 3,7 | 5,2 | 7,6 | 4,6 |

Previsions

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

## *Economia espanyola*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Agregats macroeconòmics** | | | | | | | |
| Consum de les llars | 3,6 | –0,1 | 0,9 | –12,2 | 4,7 | 3,3 | 4,5 |
| Consum de les AP | 5,0 | 1,0 | 2,0 | 3,3 | 3,1 | 0,1 | 0,4 |
| Formació bruta de capital fix | 5,6 | –1,9 | 4,5 | –9,6 | 4,3 | 3,6 | 5,0 |
| Béns d'equipament | 4,9 | 0,0 | 3,2 | –12,9 | 16,0 | 4,5 | 5,0 |
| Construcció | 5,7 | –3,8 | 7,1 | –9,6 | –2,8 | 1,3 | 5,0 |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 4,2 | –0,3 | 1,3 | –9,0 | 5,1 | 3,7 | 3,5 |
| Exportació de béns i serveis | 4,7 | 2,9 | 2,5 | –20,2 | 14,7 | 10,1 | 3,0 |
| Importació de béns i serveis | 7,0 | 0,1 | 1,2 | –15,2 | 13,9 | 6,1 | 2,5 |
| **Producte interior brut** | **3,7** | **0,5** | **2,1** | **–10,8** | **5,1** | **4,2** | **3,8** |
| **Altres variables** | | | | | | | |
| Ocupació | 3,2 | –0,7 | 2,6 | –7,6 | 6,6 | 3,8 | 2,9 |
| Taxa d'atur (% pobl. activa) | 10,5 | 20,0 | 14,1 | 15,5 | 14,8 | 13,6 | 12,5 |
| Índex de preus de consum | 3,2 | 1,4 | 0,7 | –0,3 | 3,1 | 6,8 | 1,1 |
| Costos laborals unitaris | 3,0 | 0,3 | 3,1 | 5,0 | 0,7 | 2,2 | 2,2 |
| Saldo op. corrents (% PIB) | –5,9 | –0,5 | 2,1 | 0,8 | 0,9 | 0,1 | 1,3 |
| Cap. o nec. financ. resta món (% PIB) | –5,2 | –0,1 | 2,4 | 1,2 | 1,9 | 1,0 | 1,9 |
| Saldo públic (% PIB) [1] | 0,4 | –6,9 | –3,1 | –10,3 | –6,9 | –5,5 | –4,8 |

***Nota:*** *1. No inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.*

Previsions

## *Economia portuguesa*

| | Mitjana 2000-2007 | Mitjana 2008-2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Agregats macroeconòmics** | | | | | | | |
| Consum de les llars | 1,7 | 0,3 | 3,3 | –7,1 | 4,5 | 4,1 | 2,5 |
| Consum de les AP | 2,3 | –0,5 | 2,1 | 0,4 | 4,1 | 1,8 | 0,2 |
| Formació bruta de capital fix | –0,4 | –1,3 | 5,4 | –2,7 | 6,4 | 4,7 | 6,6 |
| Béns d'equipament | 3,2 | 2,7 | 1,6 | –6,2 | 12,5 | – | – |
| Construcció | –1,5 | –3,5 | 7,7 | 1,6 | 4,0 | – | – |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 1,3 | –0,2 | 3,0 | –5,6 | 5,1 | 3,9 | 2,9 |
| Exportació de béns i serveis | 5,2 | 3,9 | 4,1 | –18,6 | 13,1 | 11,4 | 12,5 |
| Importació de béns i serveis | 3,6 | 2,4 | 4,9 | –12,1 | 12,9 | 9,7 | 12,0 |
| **Producte interior brut** | **1,5** | **0,3** | **2,7** | **–8,4** | **4,9** | **4,2** | **2,8** |
| **Altres variables** | | | | | | | |
| Ocupació | 0,4 | –0,6 | 1,2 | –1,9 | 2,8 | 1,0 | 0,4 |
| Taxa d'atur (% pobl. activa) | 6,1 | 11,8 | 6,6 | 7,0 | 6,6 | 6,7 | 6,5 |
| Índex de preus de consum | 3,1 | 1,2 | 0,3 | 0,0 | 1,3 | 5,4 | 1,8 |
| Saldo op. corrents (% PIB) | –9,2 | –3,2 | 0,4 | –1,2 | –1,1 | –2,2 | –1,6 |
| Cap. o nec. financ. resta món (% PIB) | –7,7 | –1,9 | 1,2 | 0,1 | 0,7 | 0,1 | 0,7 |
| Saldo públic (% PIB) | –4,6 | –5,5 | 0,1 | –5,8 | –2,8 | –2,1 | –0,9 |

Previsions

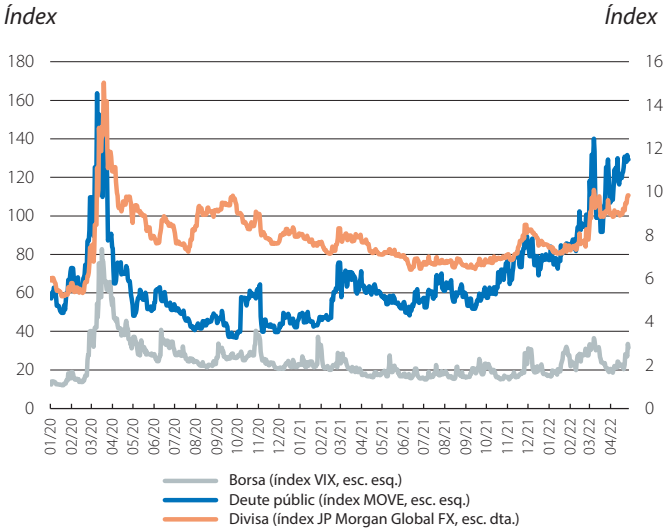
# Els bancs centrals guanyen protagonisme

**La volatilitat s'incrementa en totes les classes d'actius.** Els mercats financers es van endinsar en el 2T de l'any amb el mateix perfil inestable dels dos mesos anteriors. D'una banda, la continuïtat de les pressions alcistes sobre els preus va estar acompanyada per l'enduriment de la retòrica dels responsables de la política monetària de les principals economies desenvolupades, que van coincidir a apuntar la necessitat d'adoptar mesures per sufocar els elevats nivells d'inflació actuals. De l'altra, l'augment dels confinaments a la Xina, arran de l'increment dels casos d'òmicron, unit a l'allargament i a la intensificació del conflicte bèl·lic a Ucraïna, va afegir noves dosis d'incertesa a les perspectives de creixement mundial. En suma, tots aquests components van pesar sobre el sentiment dels inversors, en anticipar un escenari a curt i a mitjà termini protagonitzat per l'augment del ritme de pujades dels tipus d'interès i per la moderació del creixement econòmic. Així mateix, la volatilitat va repuntar i es va estendre a totes les classes d'actius, en especial a les corbes de tipus sobirans.

**La Fed podria accelerar el ritme de les pujades dels tipus d'interès.** Malgrat que, a l'abril, no va haver-hi reunió del FOMC, el futur de la política monetària als EUA va centrar una gran part de l'atenció dels inversors. El repunt de la inflació al març (fins al 8,5% la general), la previsible extensió de les pressions inflacionistes durant una gran part del 2022 i la solidesa del mercat laboral nord-americà van ser arguments suficients perquè diversos membres de la Fed, entre ells Jerome Powell, es mostressin més *hawkish*. En concret, Powell va apuntar al fet que, mentre la fortalesa de l'economia ho permetés, la Fed contemplava la possibilitat de realitzar diverses pujades dels tipus d'interès, de manera que es podrien aproximar al terreny neutral (estimat per la Fed en el 2,4%) al final de l'any. Aquestes declaracions van alimentar les expectatives dels inversors sobre un ritme de pujades de tipus més agressives, que podria començar, a la reunió del maig, amb un ascens dels tipus de 50 p. b., fins a l'interval de 0,75%-1,00%, i van provocar l'augment de les rendibilitats en la corba de tipus sobirans. De la mateixa manera, els inversors haurien descomptat que, a partir del maig, començaria la reducció del balanç (*quantitative tightening*) a un ritme de 95.000 milions de dòlars al mes, com ho van apuntar les actes de l'última reunió de la Fed.

**El BCE també es planteja nous passos per a la normalització monetària.** A la reunió de l'abril, l'entitat va anunciar que els indicadors econòmics més recents reforçaven la intenció de finalitzar les compres d'actius sota l'APP en el 3T 2022. Entre aquests indicadors, Christine Lagarde va destacar les expectatives d'inflació, que s'havien situat per damunt del 2% després de l'inici de la guerra a Ucraïna, i que el Consell de Govern seguia de prop el risc de desancoratge d'aquestes expectatives. Aquesta afirmació i les paraules de Lagarde indicant que

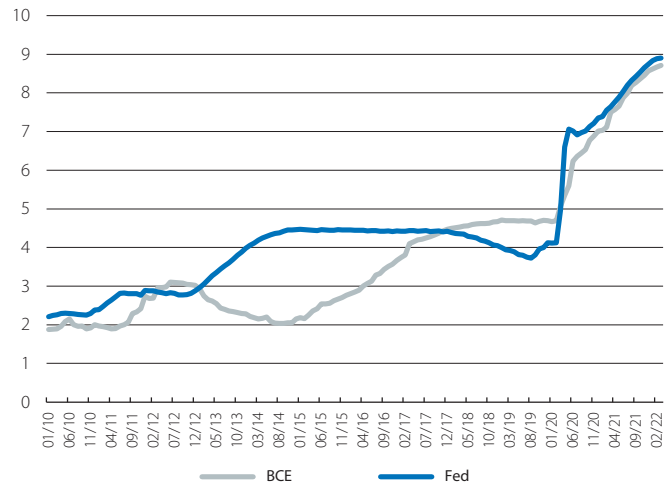
### *Volatilitat implícita als mercats financers*




***Font:*** *CaixaBank Researcha partir de dades de Bloomberg.*

### *Balanç dels bancs centrals*

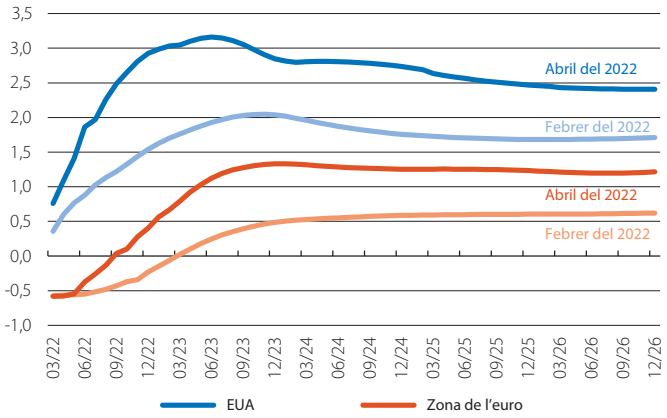
*(Bilions d'euros i de dòlars)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

### *Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE*

*(%)*




***Nota:*** Forwards *sobre l'EFFR i sobre el tipus OIS de la zona de l'euro derivats amb el model d'NSS a partir de corbes d'interès de mercat.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

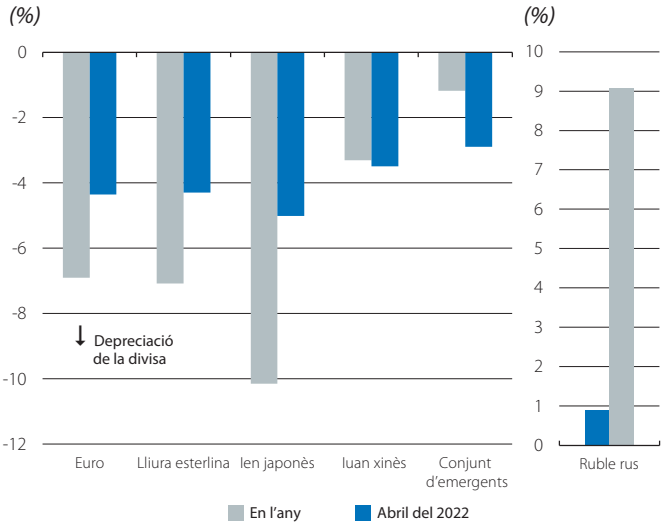
el BCE començaria a apujar els tipus «un temps després» del final de les compres d'actius van ser arguments suficients perquè els inversors estimessin que l'entitat realitzarà la primera pujada de tipus abans de finalitzar l'any. Tot això malgrat que la valoració del BCE de l'escenari econòmic no va ser gaire optimista a conseqüència de la incertesa derivada de la guerra. Així i tot, les corbes de tipus sobirans de la zona de l'euro van repuntar en el mes amb una certa intensitat, amb el *bund* a 10 anys aproximant-se a l'1% i les primes de risc de la perifèria ampliant-se.

**El dòlar augmenta la seva fortalesa**. El to més agressiu mostrat pels membres de la Fed va contrastar amb la gradualitat del BCE i amb el biaix d'incertesa que es desprenia de la situació sanitària a la Xina i del conflicte bèl·lic a Ucraïna. En suma, aquests factors van servir de suport al dòlar, que, afavorit pel seu paper d'actiu refugi, es va continuar apreciant enfront de tots els seus canvis. En concret, aquesta fortalesa es va fer més rellevant enfront del ien japonès (una altra de les divises considerades com a refugi), on la divergència de la política monetària entre les dues economies i l'absència de mesures de suport de les autoritats nipones a la seva moneda van afavorir la feblesa del ien fins al nivell més baix en 20 anys.

**Els preus energètics continuen molt volàtils**. Un mes més, la incertesa derivada del conflicte bèl·lic a Ucraïna va ser el principal factor d'inestabilitat als mercats energètics. D'una banda, la interrupció del subministrament de gas rus a Polònia i a Bulgària (per la negativa a pagar les importacions en rubles) va desencadenar un nou episodi de volatilitat en els preus del gas natural europeu, que va ser contrarestat, en part, per l'increment de les importacions de gas natural liquat. Totes aquestes oscil·lacions es van produir mentre, al si de la UE, es debatia la possibilitat d'imposar una nova ronda de sancions a Rússia, que podrien afectar el mercat gasístic. De l'altra, el preu del barril de Brent es va mantenir per damunt dels 100 dòlars, amb el suport dels nous obstacles en l'oferta d'alguns països productors i malgrat la revisió a la baixa de les estimacions de la demanda de cru global després del repunt de la pandèmia a la Xina.

**Les borses acumulen nous descensos**. L'anticipació de l'enduriment de les polítiques monetàries, els senyals de moderació del creixement a la Xina i la guerra van pesar, un mes més, sobre l'apetència pel risc dels inversors i van provocar que els principals índexs borsaris acabessin el mes amb pèrdues, superiors al 8% en el cas de l'S&P 500. En un segon pla va quedar el començament de la campanya de resultats empresarials del 1T 2022, que, malgrat mostrar una tendència generalitzada en l'ajust dels marges, a causa de l'augment de la inflació, va continuar registrant, en termes generals, un percentatge elevat de sorpreses positives (superior al 65% fins al final d'abril). Per la seva banda, l'MSCI EM Markets va cedir prop del 6%, on el mal comportament dels índexs xinesos (penalitzats per l'empitjorament de les perspectives econòmiques domèstiques i per la limitada actuació del seu banc central) es va combinar amb les pèrdues dels principals índexs de l'Amèrica Llatina.

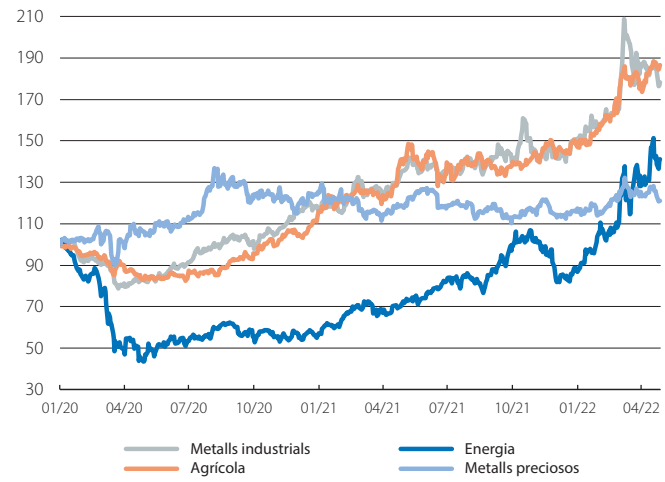
### *Divises enfront del dòlar*




**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

### *Índex de preus de les primeres matèries*

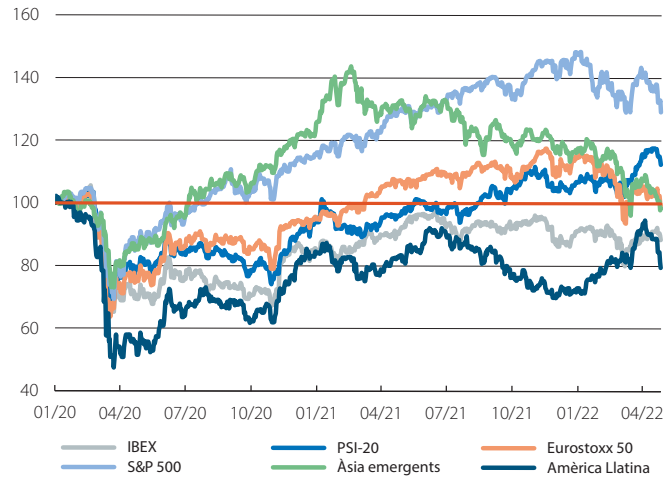
*(100 = gener 2020)*




**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

### *Principals borses internacionals*

*Índex (100 = gener 2020)*




**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

# Sobre la pujada de la rendibilitat del deute sobirà

La intensificació de les pressions inflacionistes, un fenomen agreujat per la guerra a Ucraïna, ha generat un canvi de cicle en la direcció de la política monetària. Enrere estan quedant les compres massives de bons per part dels bancs centrals, mentre que els tipus oficials ja s'estan ajustant a l'alça.

Als mercats financers, aquest gir s'ha reflectit en un marcat ascens de la rendibilitat del deute sobirà, una tendència que, a causa del seu paper de referència, també ha afectat la resta d'actius financers.

Als EUA, per exemple, els inversors demanden que un bo del Tresor a 10 anys reporti una rendibilitat 140 p. b. superior a la del desembre de l'any passat (el 2,9% al final d'abril). En la mateixa línia, el tipus del *bund* alemany se situa clarament en terreny positiu (el 0,9% al final d'abril) i acumula ja una pujada de 110 p. b. des de l'inici d'enguany. A la resta de la zona de l'euro, l'increment ha estat d'uns 140-150 p. b. (vegeu el primer gràfic), la qual cosa reflecteix una resposta moderada de les primes de risc.

**Quins factors expliquen aquesta pujada?**

La descomposició de la rendibilitat dels bons sobirans entre expectatives d'inflació i tipus reals revela un comportament una mica diferenciat entre regions (vegeu el segon gràfic).

Mentre que, en el cas del deute europeu, l'ajust a l'alça dels tipus nominals és degut a l'augment de la inflació esperada durant la dècada vinent, als EUA, la pujada de la rendibilitat del *treasury* s'explica més per l'ascens dels tipus reals. Als EUA, també, la prima temporal, un altre component rellevant dels tipus sobirans nominals, ha mostrat una tendència descendent, coherent amb les estimacions de la Fed.

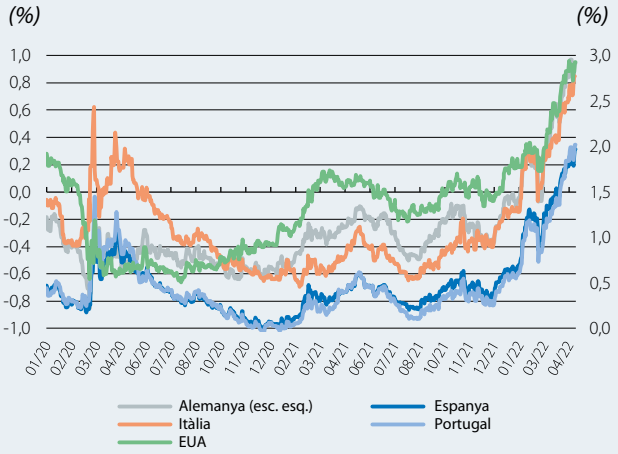
Aquests patrons diferents entre les dues regions probablement reflecteixen, d'una banda, les diferents posicions en el cicle econòmic (molt més avançat als EUA que a la zona de l'euro) i, de l'altra, una estratègia de retirada d'estímuls més agressiva per part de la Fed que del BCE. Aquests factors s'han reflectit en una apreciació del dòlar enfront de l'euro (el 7% des de l'inici de l'any).

Però, fins i tot als EUA, els tipus reals a 10 anys s'han mantingut en terreny negatiu, lluny del rang previ a l'inici de la pandèmia i molt per sota de la dècada anterior a la crisi financera del 2008-2009. És d'esperar que, a mesura que la Fed avanci en la normalització de la política monetària, els tipus reals continuïn ascendint fins a cotes més «normals», potser al voltant de la mitjana dels cinc anys previs a la pandèmia (el 0,5%-1,0% per al bo a 10 anys). Això seria coherent amb un tipus nominal a 10 anys al voltant del 3,0%, suposant que les expectatives d'inflació s'estabilitzin en el 2%.

A Europa, esperem que els tipus reals també augmentin, a mesura que el BCE avanci en el seu propi procés de retirada, primer amb el final de les compres netes i, amb posterioritat, amb pujades graduals dels tipus oficials.

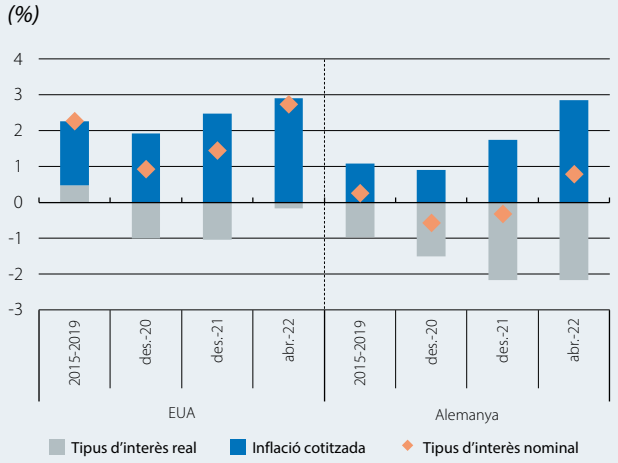
Per a les dues regions, el nivell d'arribada, o d'equilibri, dels tipus reals dependrà de factors estructurals, associats, entre altres elements, al creixement potencial de l'economia, qüestió que analitzarem amb més detall en un altre Focus.[1]

***Tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys***




***Nota:*** *EUA, Espanya, Itàlia i Portugal, escala dreta.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

***Descomposició dels tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys***




***Nota:*** *Mitjana del període.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

1. El tipus d'equilibri és el que satisfà l'equació d'estalvi igual a inversió, és a dir, el que situa el creixement de l'economia en el seu potencial. Vegeu el Focus «Quin és el nou tipus d'interès d'equilibri?», a l'IM09/2017.

**Què ens diu la forma de la corba als EUA?**

En aquesta secció ens centrem en un aspecte que sol captar molta atenció als mercats financers: la forma de la corba de tipus sobirans i, en particular, el pendent de la corba del Tresor nord-americà.

I és que el diferencial entre els tipus en certs trams de la corba és comunament vist entre els inversors com un baròmetre de les expectatives sobre la direcció de la política monetària i sobre el creixement econòmic a llarg termini.

De fet, la inversió de la corba de tipus sobirans ha estat un indicador que ha predit correctament cada recessió als EUA dels 60 últims anys, amb l'excepció de l'any 1966 i del breu episodi del 1998. No és estrany, doncs, que la inversió recent de la corba del *treasury* per a uns certs trams (per exemple, el bo a 10 anys *versus* el de 2 anys) hagi encès algunes alarmes sobre una possible recessió.

Un escenari que, malgrat tot, no està recollit en les previsions del consens d'analistes, que, igual que nosaltres, projecta un creixement positiu del PIB, tot i que descendent, en els pròxims anys.

Segons el nostre parer, aquesta disjuntiva pot ser explicada per diferents raons:

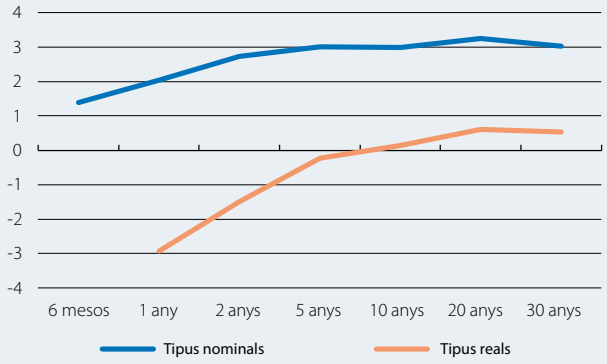
Primer, la corba de tipus es troba distorsionada per factors tècnics, la qual cosa, al seu torn, reflecteix el gir abrupte en la política de compres d'actius de la Fed. I és que, en només uns mesos, el banc central no solament va deixar d'afegir bons públics al seu balanç (a raó de 80.000 milions de dòlars mensuals), sinó que, a més a més, va anunciar que espera iniciar la reducció de la cartera d'actius enguany (amb un límit mensual de 60.000 milions).

Segon, cal tenir en compte la rapidesa amb què ha evolucionat la comunicació sobre la normalització dels tipus oficials. En només sis mesos, el votant mitjà del FOMC va passar de descartar pujades de tipus el 2022 (a la reunió del setembre del 2021) a afavorir, almenys, set increments enguany (a la del març del 2022), amb la intenció de situar l'interval de tipus per damunt del nivell estimat per al llarg termini el 2023. Aquest ajust ha pressionat a l'alça tant els tipus implícits als mercats monetaris com els tipus sobirans en els trams curts de la corba, més condicionats pel nivell dels tipus d'interès oficials.

En tercer lloc, l'aparent distorsió en la corba de tipus sobirans reflecteix també una trajectòria una mica inusual de la inflació cotitzada, amb nivells molt elevats en els 24 propers mesos, però que es moderen, prop dels objectius del banc central, a llarg termini. De fet, en els bons indexats a la inflació, el diferencial de tipus en el tram 10-2 anys es manté en terreny positiu, prop dels màxims des del 2015, i emet pocs senyals de recessió

***EUA: tipus d'interès del deute sobirà a diferents terminis***

*(%)*




***Nota:*** *A tancament del 30 d'abril del 2022.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

(vegeu el tercer gràfic). Això és coherent amb les estimacions del nostre model estadístic, que, utilitzant el diferencial entre els tipus nominals a 3 mesos i a 10 anys, assigna una probabilitat de recessió inferior al 15%, similar a l'exposada per la Fed recentment.[2]

El nostre escenari central de resiliència econòmica es basa, d'una banda, en el fet que el dinamisme del mercat laboral i la bona posició financera del sector privat compensaran amb escreix els efectes negatius de l'elevada inflació i de la retirada dels estímuls monetaris i, de l'altra, en el fet que les disrupcions de l'oferta i el conflicte a Ucraïna tendiran a millorar de forma gradual. El balanç de risc sobre aquest escenari, però, continua esbiaixat a la baixa.

*Antonio Montilla*

2. Vegeu https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dont-fear-the-yield-curve-reprise-20220325.htm i el Focus «Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA», a l'IM05/2018.

## *Tipus d'interès (%)*

| | 30-abril | 31-març | Variació mensual (p. b.) | Variació acum. el 2022 (p. b.) | Variació interanual (p. b.) |
|---|---|---|---|---|---|
| **Zona de l'euro** | | | | | |
| Refi BCE | 0,00 | 0,00 | 0 | 0,0 | 0,0 |
| Euríbor 3 mesos | –0,43 | –0,46 | 3 | 14,3 | 10,6 |
| Euríbor 12 mesos | 0,17 | –0,07 | 24 | 66,7 | 64,7 |
| Deute públic a 1 any (Alemanya) | –0,23 | –0,45 | 22 | 41,4 | 41,4 |
| Deute públic a 2 anys (Alemanya) | 0,26 | –0,07 | 34 | 88,1 | 94,3 |
| Deute públic a 10 anys (Alemanya) | 0,94 | 0,55 | 39 | 111,5 | 114,0 |
| Deute públic a 10 anys (Espanya) | 1,97 | 1,44 | 54 | 140,9 | 149,8 |
| Deute públic a 10 anys (Portugal) | 2,02 | 1,35 | 67 | 155,2 | 153,7 |
| **EUA** | | | | | |
| Fed funds (límit superior) | 0,50 | 0,50 | 0 | 25,0 | 25,0 |
| Líbor 3 mesos | 1,33 | 0,96 | 37 | 112,6 | 115,8 |
| Líbor 12 mesos | 2,63 | 2,10 | 53 | 204,5 | 234,7 |
| Deute públic a 1 any | 2,06 | 1,60 | 46 | 168,2 | 201,0 |
| Deute públic a 2 anys | 2,71 | 2,33 | 38 | 198,2 | 255,6 |
| Deute públic a 10 anys | 2,93 | 2,34 | 60 | 142,4 | 130,8 |

## Spreads *de deute corporatiu (p. b.)*

| | 30-abril | 31-març | Variació mensual (p. b.) | Variació acum. el 2022 (p. b.) | Variació interanual (p. b.) |
|---|---|---|---|---|---|
| Itraxx Corporatiu | 90 | 73 | 17 | 42,1 | 39,9 |
| Itraxx Financer Sènior | 102 | 81 | 21 | 47,2 | 43,6 |
| Itraxx Financer Subordinat | 197 | 153 | 44 | 89,3 | 89,7 |

## *Tipus de canvi*

| | 30-abril | 31-març | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2022 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| EUR/USD (dòlars per euro) | 1,055 | 1,107 | –4,7 | –7,3 | –12,3 |
| EUR/JPY (iens per euro) | 136,950 | 134,670 | 1,7 | 4,6 | 4,2 |
| EUR/GBP (lliures per euro) | 0,839 | 0,842 | –0,4 | –0,3 | –3,6 |
| USD/JPY (iens per dòlar) | 129,700 | 121,700 | 6,6 | 12,7 | 18,7 |

## *Primeres matèries*

| | 30-abril | 31-març | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2022 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| Índex CRB de primeres matèries | 643,3 | 634,4 | 1,4 | 11,2 | 20,9 |
| Brent ($/barril) | 109,3 | 107,9 | 1,3 | 40,6 | 62,6 |
| Or ($/unça) | 1.896,9 | 1.937,4 | –2,1 | 3,7 | 7,2 |

## *Renda variable*

| | 30-abril | 31-març | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2022 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| S&P 500 (EUA) | 4.131,9 | 4.530,4 | –8,8 | –13,3 | –1,2 |
| Eurostoxx 50 (zona de l'euro) | 3.802,9 | 3.902,5 | –2,6 | –11,5 | –4,3 |
| Ibex 35 (Espanya) | 8.584,2 | 8.445,1 | 1,6 | –1,5 | –2,6 |
| PSI 20 (Portugal) | 5.930,0 | 6.037,0 | –1,8 | 6,5 | 17,4 |
| Nikkei 225 (Japó) | 26.847,9 | 27.821,4 | –3,5 | –6,8 | –6,8 |
| MSCI emergents | 1.076,2 | 1.141,8 | –5,7 | –12,6 | –20,1 |

# Els preus de la guerra

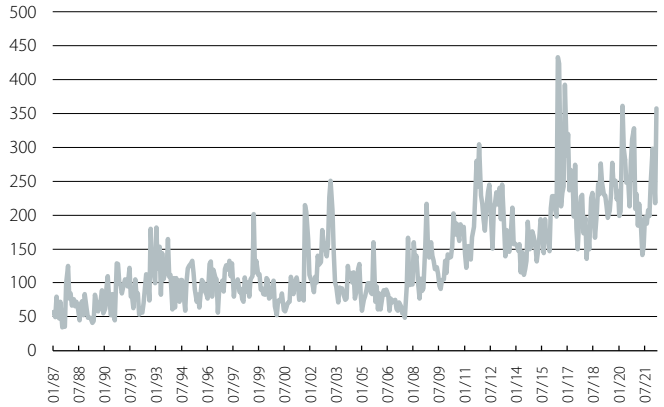
**Impacte global del conflicte Rússia-Ucraïna**. Mentre la invasió d'Ucraïna no dona senyals de treva, els múltiples efectes econòmics de la guerra es van sumant. El repunt recent en el preu de les principals primeres matèries s'està traslladant ràpidament a una major inflació, que limitarà el poder adquisitiu de les llars i durà l'economia global a créixer significativament menys del que s'esperava uns mesos enrere. En aquesta línia, l'FMI va retallar les previsions de creixement de l'economia global en 0,8 p. p. per a enguany i en 0,2 p. p. per al 2023 i espera un creixement del 3,6% en els dos anys (el 3,5% i 3,7%, respectivament, són les previsions de CaixaBank Research). Per àrees geogràfiques, el major ajust va afectar les economies emergents, el creixement de les quals s'ha retallat en 1 p. p. enguany (fins al 3,8% segons l'FMI), per l'enfonsament de l'economia russa (s'espera una contracció superior al 8% enguany) i per un creixement més feble de l'Índia i de la Xina. La incertesa continuarà sent l'element clau en aquest entorn macroeconòmic, particularment a Europa, on ha assolit nivells amb prou feines semblants als de l'inici de la pandèmia i el vot del *brexit*.

**Els indicadors d'activitat a la UE emeten senyals de feblesa**. En un 1T 2022 turbulent, marcat encara pels rebrots de la variant òmicron i per l'inici de la guerra a Ucraïna, el creixement del PIB de la zona de l'euro va aconseguir mantenir-se en terreny positiu, amb un avanç del 0,2% intertrimestral (el 5,0% en termes interanuals) i amb una evolució desigual per països. Com a sorpresa negativa, França va decebre, ja que es va estancar en relació amb el trimestre anterior, i Espanya va créixer menys del que prevèiem (el 0,3% intertrimestral; vegeu la secció d'Economia espanyola). Mentrestant, Alemanya va sorprendre en créixer el 0,2% i evitar, així, una recessió en el primer semestre. L'impacte de la guerra a Ucraïna, però, es començarà a fer més visible en el 2T 2022. En aquest sentit, els indicadors de confiança del març i de l'abril, tot i que se situen per damunt del que s'esperava, mostren un deteriorament clar de les expectatives dels agents econòmics. En concret, les llars es veuen afectades per la inflació, mentre que la indústria pateix els efectes dels elevats preus de les primeres matèries i de la persistència dels colls d'ampolla globals. D'altra banda, el sector serveis es continua veient afavorit per l'impuls que li proporciona l'aixecament de les restriccions sanitàries. En aquest context, cal esmentar que les eleccions presidencials, en segona volta, van donar la victòria a Macron amb el 58,5% dels vots, enfront de Le Pen. Aquest resultat donarà estabilitat als mercats en un moment en què la incertesa a Europa per la guerra a Ucraïna és molt elevada.

**Inflació: els elevats preus energètics es traslladen a la resta de components, i la subjacent arriba al 3,5% a la zona de l'euro**. La inflació general va augmentar 1 dècima a la zona de l'euro, fins al 7,5%, mentre que la subjacent va pujar fins al 3,5%, la qual cosa representa una escalada de 0,6 p. p. en un mes. Les dades més recents suggereixen que l'augment dels preus energètics s'està contagiant ràpidament a la resta de la cistella de consum, la qual

### *Europa: índex d'incertesa*

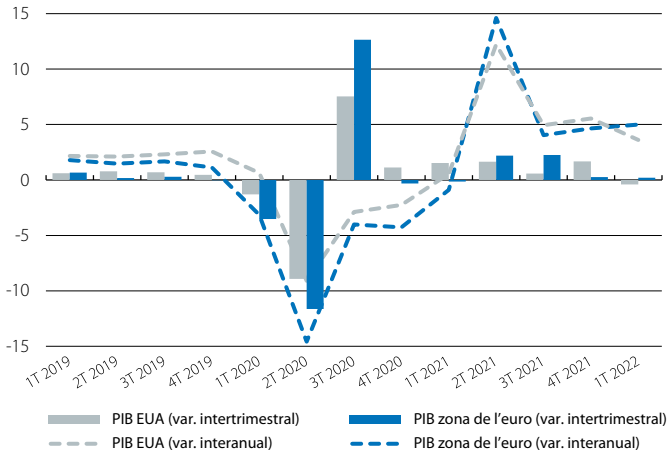
*(100 = mitjana fins al desembre del 2010)*




***Nota:*** *L'índex d'incertesa es calcula utilitzant arxius de 10 diaris europeus. Es compta la quantitat d'articles de diaris que contenen els termes «incert» o «incertesa», «econòmic» o «economia», i un o més termes rellevants sobre polítiques públiques, escalada pel nombre d'articles en el mateix diari i període.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Baker, S., Bloom, N. i Davis, S. (2022), «Measuring Economic Policy Uncertainty», a www.policyuncertainty.com (dades disponibles fins al 25/04/2022).*

### *EUA i zona de l'euro: PIB*

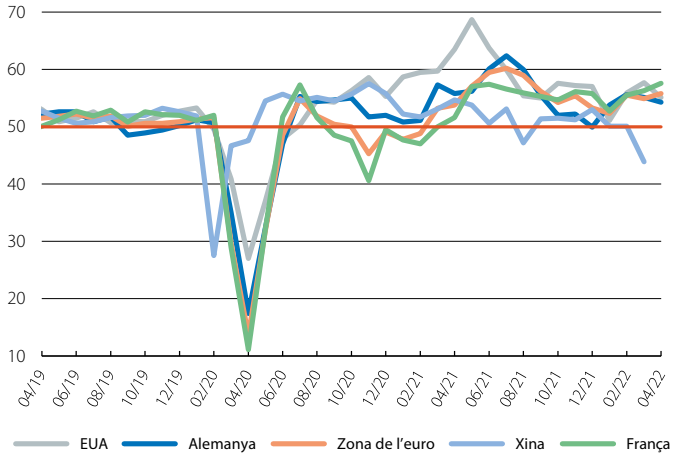
*(%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis i d'Eurostat.*

### *Global: PMI*

*Nivell*




***Nota:*** *Per a alguns països, utilitzem l'estimació* flash.
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de PMI Markit i d'S&P Global, via Refinitiv.*

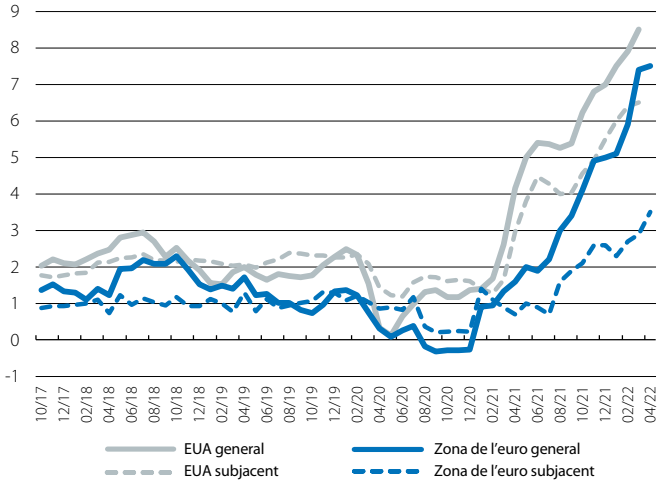
cosa generarà més pressió per a una normalització de la política monetària del BCE (vegeu la secció de Mercats financers). Els preus dels aliments, dels béns industrials i dels serveis van registrar repunts importants en la seva variació interanual aquest mes. Malgrat el lleuger refredament dels preus energètics, tant pels efectes de base com per una tensió menor als principals mercats de primeres matèries, s'espera que la inflació es mantingui elevada en els propers mesos i que els components subjacents puguin repuntar encara algunes dècimes més. D'altra banda, dels EUA arriben alguns senyals que la inflació podria estar prop del seu punt màxim. Al març, la inflació general va arribar al 8,5% interanual (en relació amb el 7,9% del març), a conseqüència, principalment, de l'augment del component energètic. Així, la inflació subjacent va pujar fins al 6,5% (el 6,4% al febrer).

**EUA: caiguda inesperada del PIB en el 1T, però amb bons senyals del consum.** El PIB nord-americà es va contreure el 0,4% intertrimestral en el 1T 2022 (el +3,6% en termes interanuals), percentatge que contrasta amb l'avanç de l'1,7% intertrimestral del trimestre anterior. Aquest canvi de marxa s'explica, en especial, per la contribució negativa del sector exterior i de la variació d'existències. Per la seva banda, la demanda interna va mantenir un ritme de creixement notable, afavorit pel bon comportament del mercat laboral i de l'estalvi acumulat en els últims anys. En concret, el consum privat va avançar el 0,6% intertrimestral (en relació amb el 0,7% del 4T 2021), i la inversió empresarial es va accelerar, amb una pujada intertrimestral del 2,2% en la inversió no residencial (en relació amb el 0,7% del 4T 2021). A l'abril, les dades mensuals continuen resistint el context d'incertesa, tot i que els esculls que envolten l'economia nord-americana no són menors: la pandèmia mateixa, la persistència de les tensions inflacionistes i els riscos que envolten el procés de normalització monetària iniciat per la Fed.

**L'economia xinesa en confinament.** El PIB de la Xina va créixer el 4,8% interanual en el 1T (en relació amb el 4,0% del 4T 2021), després de la recuperació constatada als mesos de gener i de febrer. No obstant això, les dades d'activitat del març suggereixen un fort afebliment de l'economia. Una tendència de deterioramen que s'ha intensificat arran dels recents confinaments en nombroses i importants ciutats del país, a conseqüència de la circulació de la variant òmicron i del manteniment d'una estricta política de COVID zero. D'aquesta manera, les vendes al detall van recular el 3,5% interanual al març, la primera caiguda des del juliol del 2020. L'índex PMI manufacturer oficial de la Xina va caure més de 2 punts a l'abril, fins als 47,4 punts, el seu nivell més baix des del febrer del 2020, i l'índex PMI manufacturer Caixin va mostrar també un deteriorament important, amb una caiguda de la mateixa magnitud. Per la seva banda, el PMI oficial no manufacturer es va enfonsar fins als 41,9 punts a l'abril (48,4 al març), la qual cosa representa també el nivell més baix de la confiança empresarial des del febrer del 2020. Sens dubte, aquesta feblesa al centre de la cadena global asiàtica es notarà en unes cadenes globals de subministraments ja molt tensionades i afectades també pel conflicte a Europa.

### *EUA i zona de l'euro: IPC*

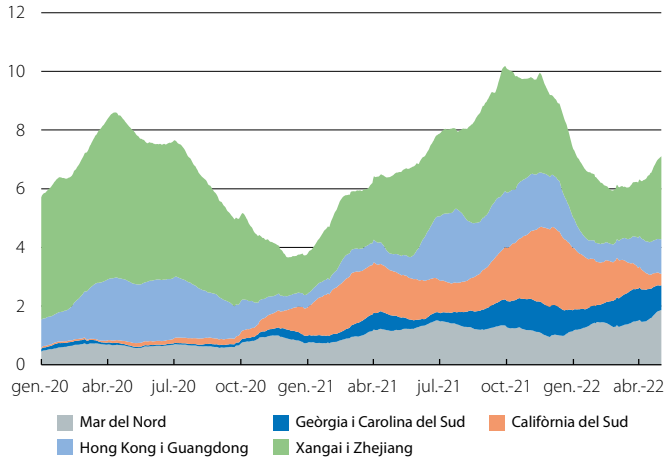
*Variació interanual (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i d'Eurostat.*

### *Global: congestió als principals ports*

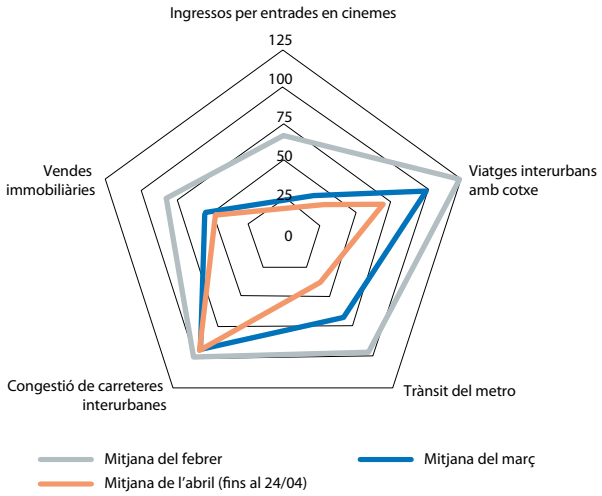
*Portacontenidors en espera (% de la capacitat global)*




***Nota:*** *S'utilitza una mitjana mòbil de 60 dies.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Kiel Institute for the World Economy.*

### *Xina: indicadors diaris d'activitat*

*(% del 2019)*




***Font:*** *Capital Economics.*

# UE i la Xina: mapes d'una interdependència estratègica

L'aspiració de la Xina de convertir-se en una potència econòmica, militar i geopolítica global ha generat tensions ocasionals amb els països occidentals des de l'inici dels 2000. Unes tensions que van culminar en una forta escalada de restriccions comercials amb els EUA a partir del 2018 i amb un procés de desacoblament entre les dues potències. L'esclat de la pandèmia el 2020 i, més recentment, la guerra a Ucraïna han accelerat aquesta tendència de desacoblament, a la qual sembla que s'ha unit Europa, tot i que, ara com ara, de manera tímida.

Trobem nous termes en el discurs polític, com «autonomia estratègica», *reshoring* o *nearshoring*, en un intent d'augmentar la resistència de les cadenes de subministraments i garantir la seguretat del consum de productes essencials davant els xocs d'oferta, ja siguin d'origen sanitari, climàtic o geopolític. No obstant això, aquesta anhelada «autonomia estratègica» és possible o, fins i tot, desitjable? Per respondre aquesta pregunta, en aquest article, analitzem la dependència de la UE de la Xina.

### L'origen xinès de la demanda final europea: el 2% *made in China*

Amb el pas del temps, la Xina s'ha convertit en el principal origen de les importacions del bloc europeu. El 2020, les importacions des de la Xina representaven el 22% del total d'importacions brutes totals de béns de la UE, en relació amb el 12% dels EUA i el 9% del Regne Unit. Això contrasta amb el que succeïa el 2000, quan amb prou feines el 6% de les importacions de béns europees arribaven de la Xina, molt per darrere del 19% del Regne Unit, del 16% dels EUA o, fins i tot, del 8% del Japó.[1]

***Valor afegit originat a la Xina en la demanda final***
*(% de la demanda final)*

| | Alemanya | | | Espanya | | | França | | | Itàlia | | | UE-27 | | | EUA | | | Japó | Brasil | Rússia | Índia |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 |
| **TOTAL** | 2,1 | 0,3 | 0,8 | 1,9 | 0,3 | 0,9 | 1,8 | 0,3 | 0,7 | 1,6 | 0,3 | 0,7 | 1,9 | 0,3 | 0,8 | 2,2 | 0,5 | 1,2 | 3,1 | 1,5 | 3,2 | 3,2 |
| **Agricultura** | 1,6 | 0,3 | 0,6 | 1,1 | 0,2 | 0,4 | 1,0 | 0,2 | 0,4 | 1,1 | 0,3 | 0,5 | 1,2 | 0,2 | 0,5 | 1,4 | 0,4 | 0,7 | 2,9 | 1,2 | 1,9 | 0,4 |
| **Mineria** | 1,0 | 0,3 | 0,3 | 0,9 | 1,9 | 0,5 | 7,8 | 0,3 | 0,7 | 0,8 | 0,1 | 0,4 | 1,7 | 0,4 | 0,4 | 1,0 | 0,2 | 0,5 | 1,3 | 1,5 | 1,3 | 1,1 |
| **Manufactures** | 5,7 | 0,8 | 2,1 | 6,1 | 0,9 | 2,4 | 6,1 | 0,9 | 2,3 | 4,6 | 0,7 | 1,8 | 5,7 | 0,8 | 2,2 | 8,4 | 1,5 | 4,2 | 9,4 | 4,8 | 8,7 | 7,5 |
| Alimentació | 1,8 | 0,4 | 0,8 | 1,9 | 0,3 | 0,8 | 1,6 | 0,3 | 0,5 | 1,3 | 0,3 | 0,5 | 1,7 | 0,3 | 0,7 | 1,9 | 0,4 | 0,9 | 3,8 | 1,3 | 2,6 | 1,1 |
| Tèxtil i roba | 23,2 | 3,6 | 8,9 | 21,8 | 2,2 | 7,5 | 25,0 | 2,9 | 9,4 | 11,0 | 1,8 | 4,8 | 19,1 | 2,6 | 7,4 | 37,1 | 6,8 | 18,9 | 42,2 | 9,0 | 31,6 | 7,0 |
| Fusta i paper | 1,8 | 0,4 | 0,7 | 1,7 | 0,4 | 0,8 | 2,1 | 0,5 | 0,8 | 1,5 | 0,3 | 0,6 | 1,7 | 0,4 | 0,7 | 3,2 | 0,8 | 1,4 | 2,5 | 1,5 | 2,7 | 3,0 |
| Coc i ref. de petroli | 1,1 | 0,3 | 0,7 | 1,0 | 0,4 | 0,3 | 1,9 | 0,4 | 0,5 | 0,9 | 0,2 | 0,5 | 1,2 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | 0,3 | 0,4 | 2,1 | 1,5 | 0,8 | 1,6 |
| Química i farmàcia | 3,1 | 0,5 | 0,9 | 3,8 | 0,7 | 1,3 | 3,1 | 0,6 | 1,1 | 2,8 | 0,6 | 1,1 | 2,9 | 0,5 | 1,0 | 2,7 | 0,6 | 1,1 | 3,6 | 4,0 | 4,4 | 6,7 |
| Gomes i plàstics | 3,1 | 0,6 | 1,1 | 4,7 | 0,8 | 1,5 | 4,5 | 0,9 | 1,4 | 3,3 | 0,6 | 1,1 | 3,8 | 0,7 | 1,3 | 6,2 | 0,9 | 2,3 | 5,7 | 3,7 | 7,1 | 9,6 |
| Altres minerals no metàl·lics | 3,5 | 0,4 | 1,7 | 3,3 | 0,3 | 1,3 | 3,4 | 0,3 | 1,4 | 3,0 | 0,3 | 1,2 | 3,4 | 0,4 | 1,6 | 5,8 | 1,0 | 3,4 | 4,8 | 2,4 | 4,3 | 2,8 |
| Metalls | 3,3 | 0,6 | 1,4 | 4,5 | 0,6 | 1,8 | 4,2 | 0,5 | 1,4 | 2,7 | 0,3 | 1,2 | 3,6 | 0,5 | 1,4 | 4,8 | 0,7 | 2,4 | 3,7 | 3,6 | 5,1 | 4,0 |
| Ordinadors i electrònica | 19,0 | 2,0 | 7,8 | 20,5 | 2,7 | 8,6 | 22,9 | 2,6 | 9,6 | 12,4 | 1,8 | 5,0 | 17,8 | 2,0 | 7,5 | 19,8 | 2,0 | 9,2 | 19,5 | 16,7 | 26,4 | 26,5 |
| Productes elèctrics | 9,3 | 0,6 | 1,9 | 12,9 | 0,7 | 2,6 | 16,7 | 1,2 | 3,8 | 9,6 | 0,5 | 1,9 | 11,1 | 0,7 | 2,7 | 18,8 | 1,9 | 6,4 | 19,2 | 11,3 | 14,1 | 16,3 |
| Maquinària | 4,3 | 0,5 | 1,5 | 7,7 | 0,8 | 2,5 | 6,9 | 0,7 | 2,4 | 4,9 | 0,5 | 1,9 | 5,5 | 0,6 | 2,0 | 8,1 | 1,0 | 3,5 | 7,7 | 7,4 | 13,8 | 13,4 |
| Vehicles de motor i remolcs | 2,4 | 0,3 | 0,9 | 3,3 | 0,4 | 1,1 | 3,3 | 0,3 | 1,0 | 3,1 | 0,3 | 1,1 | 2,9 | 0,3 | 1,0 | 5,5 | 0,6 | 2,0 | 4,6 | 3,0 | 6,2 | 4,6 |
| Altre equipament de transport | 5,8 | 0,7 | 2,6 | 4,8 | 0,5 | 2,1 | 4,4 | 0,6 | 1,8 | 4,5 | 0,4 | 1,8 | 5,7 | 0,7 | 2,6 | 3,6 | 0,6 | 1,7 | 5,3 | 16,4 | 6,2 | 10,8 |
| Altres manufactures | 7,7 | 0,8 | 1,8 | 9,5 | 1,1 | 2,3 | 8,4 | 0,8 | 1,8 | 5,9 | 0,7 | 1,4 | 7,8 | 0,9 | 1,9 | 16,0 | 3,5 | 7,8 | 9,7 | 5,6 | 12,6 | 11,0 |
| **Serveis** | 1,2 | 0,2 | 0,5 | 1,1 | 0,2 | 0,5 | 1,0 | 0,1 | 0,4 | 0,8 | 0,2 | 0,4 | 1,1 | 0,2 | 0,5 | 1,0 | 0,2 | 0,5 | 1,7 | 0,6 | 1,8 | 1,9 |
| Serveis comercials | 1,6 | 0,2 | 0,5 | 1,5 | 0,2 | 0,6 | 1,6 | 0,2 | 0,5 | 1,2 | 0,2 | 0,5 | 1,6 | 0,2 | 0,5 | 1,8 | 0,4 | 0,9 | 2,9 | 0,9 | 2,0 | 2,6 |
| Logística | 3,2 | 0,5 | 1,5 | 2,1 | 0,4 | 1,3 | 2,6 | 0,4 | 1,1 | 1,9 | 0,6 | 1,0 | 2,5 | 0,5 | 1,2 | 2,7 | 0,6 | 1,5 | 2,6 | 1,4 | 3,6 | 3,4 |
| Hoteleria | 1,0 | 0,3 | 0,7 | 0,8 | 0,1 | 0,4 | 0,8 | 0,2 | 0,5 | 0,6 | 0,2 | 0,4 | 0,8 | 0,2 | 0,5 | 0,8 | 0,3 | 0,5 | 1,7 | 0,7 | 2,1 | 1,0 |
| Informació i comunicació | 1,6 | 0,4 | 0,6 | 2,6 | 0,4 | 0,9 | 1,7 | 0,2 | 0,5 | 1,2 | 0,2 | 0,5 | 1,8 | 0,3 | 0,6 | 1,1 | 0,2 | 0,5 | 2,8 | 0,8 | 2,6 | 3,0 |
| Financer | 0,6 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | 0,1 | 0,2 | 0,6 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,6 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 1,0 | 0,2 | 0,6 | 0,7 |
| Immobiliari | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,6 | 0,3 |
| Altres serveis | 1,2 | 0,3 | 0,5 | 0,9 | 0,2 | 0,5 | 0,9 | 0,1 | 0,3 | 0,7 | 0,1 | 0,3 | 1,0 | 0,2 | 0,4 | 0,8 | 0,2 | 0,3 | 1,8 | 0,6 | 2,2 | 1,7 |

***Notes:*** *Les dades fan referència a la mitjana dels anys 1995-2000 (abans de l'entrada de la Xina a l'OMC el 2001), 2002-2007 (després de l'entrada de la Xina a l'OMC, precrisi financera) i 2015-2018 (els anys més recents). S'utilitzen les dades de l'actualització més recent de les dades OECD TiVA, del novembre del 2021.*
*Els colors de la taula reflecteixen el grau d'integració de les dues economies. Els colors blaus i verds indiquen un menor percentatge de la demanda final de cada país o regió indicats amb origen a la Xina, mentre que els colors taronja i vermell indiquen un major percentatge de la demanda final amb origen a la Xina.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE TiVA (novembre del 2021).*

1. Segons les dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica (OEC, per les sigles en anglès). A diferència de la base de dades TiVA, que utilitzem tot seguit, aquestes només inclouen el comerç de béns (és a dir, exclouen els serveis).

### *Valor afegit originat a la Xina en les exportacions*
*(% de les exportacions)*

| | Alemanya | Espanya | França | Itàlia | UE-27 | | | EUA | | | Japó | Brasil | Rússia | Índia |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 1995-2000 | 2002-2007 | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 | 2015-2018 |
| **TOTAL** | 1,5 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 0,3 | 0,7 | 1,3 | 0,3 | 0,8 | 2,7 | 1,3 | 1,2 | 1,9 |
| **Agricultura** | 1,0 | 0,8 | 0,9 | 0,5 | 0,9 | 0,2 | 0,4 | 1,0 | 0,2 | 0,4 | 1,7 | 1,0 | 1,3 | 0,4 |
| **Mineria** | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 0,5 | 0,8 | 0,1 | 0,4 | 0,8 | 0,2 | 0,3 | 1,6 | 1,1 | 0,6 | 2,1 |
| **Manufactures** | 1,9 | 2,4 | 2,4 | 2,0 | 2,1 | 0,3 | 0,9 | 2,3 | 0,5 | 1,4 | 3,4 | 1,9 | 1,7 | 2,9 |
| Alimentació | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 1,1 | 0,2 | 0,5 | 1,3 | 0,3 | 0,6 | 1,7 | 0,9 | 1,7 | 0,8 |
| Tèxtil i roba | 3,3 | 4,5 | 4,8 | 3,4 | 3,6 | 0,7 | 1,6 | 3,9 | 1,2 | 2,4 | 4,8 | 3,1 | 6,9 | 3,3 |
| Fusta i paper | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 1,1 | 1,1 | 0,2 | 0,4 | 2,0 | 0,4 | 0,9 | 1,7 | 1,2 | 1,7 | 2,3 |
| Coc i ref. de petroli | 0,9 | 0,9 | 2,3 | 0,7 | 1,1 | 0,3 | 0,3 | 0,7 | 0,2 | 0,2 | 1,9 | 1,5 | 0,6 | 0,9 |
| Química i farmàcia | 1,4 | 1,7 | 1,3 | 1,5 | 1,2 | 0,3 | 0,5 | 1,4 | 0,3 | 0,7 | 2,6 | 1,8 | 1,8 | 3,4 |
| Gomes i plàstics | 1,7 | 2,4 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 0,3 | 0,7 | 2,3 | 0,4 | 1,0 | 2,8 | 2,0 | 3,5 | 3,8 |
| Altres minerals no metàl·lics | 1,2 | 1,7 | 1,4 | 1,3 | 1,4 | 0,2 | 0,6 | 1,7 | 0,4 | 0,9 | 1,9 | 1,1 | 2,1 | 1,9 |
| Metalls | 1,6 | 2,0 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 0,3 | 0,8 | 2,1 | 0,4 | 1,1 | 1,8 | 1,5 | 1,7 | 2,6 |
| Ordinadors i electrònica | 3,9 | 4,5 | 3,4 | 2,8 | 4,6 | 0,6 | 2,3 | 2,1 | 0,7 | 2,4 | 4,4 | 6,3 | 7,5 | 5,0 |
| Productes elèctrics | 3,0 | 3,6 | 3,9 | 3,2 | 3,4 | 0,4 | 1,2 | 3,3 | 0,6 | 1,6 | 4,9 | 2,9 | 4,6 | 3,7 |
| Maquinària | 2,1 | 2,9 | 2,8 | 2,1 | 2,3 | 0,3 | 0,9 | 3,2 | 0,5 | 1,5 | 3,2 | 2,4 | 4,2 | 3,0 |
| Vehicles de motor i remolcs | 1,7 | 3,4 | 2,9 | 2,3 | 2,2 | 0,3 | 0,8 | 4,2 | 0,5 | 1,8 | 3,6 | 2,0 | 4,2 | 4,1 |
| Altre equipament de transport | 2,5 | 2,7 | 3,5 | 2,5 | 3,1 | 0,4 | 1,2 | 2,7 | 0,5 | 1,2 | 3,0 | 5,2 | 4,1 | 4,2 |
| Altres manufactures | 2,5 | 2,0 | 2,3 | 1,8 | 2,0 | 0,3 | 0,8 | 2,3 | 0,5 | 1,2 | 3,4 | 2,2 | 3,6 | 5,1 |
| **Serveis** | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,5 | 0,8 | 0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,1 | 0,2 | 1,3 | 0,4 | 1,1 | 0,7 |
| Serveis comercials | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 0,5 | 0,7 | 0,1 | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,2 | 1,5 | 0,3 | 0,8 | 0,4 |
| Logística | 0,9 | 0,7 | 1,0 | 0,6 | 1,1 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,1 | 0,2 | 1,3 | 0,7 | 1,0 | 1,6 |
| Hoteleria | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,4 | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 1,5 | 0,6 | 1,1 | 0,4 |
| Informació i comunicació | 0,8 | 1,5 | 1,0 | 0,7 | 1,1 | 0,2 | 0,4 | 0,7 | 0,1 | 0,3 | 1,3 | 0,6 | 1,9 | 0,6 |
| Financer | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,3 | 0,6 | 0,1 | 0,4 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,9 | 0,2 | 0,5 | 0,4 |
| Immobiliari | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,5 | 0,3 |
| Altres serveis | 0,5 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,1 | 0,2 | 0,9 | 0,4 | 1,9 | 0,8 |

***Notes:*** *Les dades fan referència a la mitjana dels anys 1995-2000 (abans de l'entrada de la Xina a l'OMC), 2002-2007 (després de l'entrada de la Xina a l'OMC, precrisi financera) i 2015-2018 (els anys més recents). S'utilitzen les dades de l'actualització més recent de les dades OECD TiVA, del novembre del 2021.*
*Els colors de la taula reflecteixen el grau d'integració de les dues economies. Els colors blaus i verds indiquen un menor percentatge de la demanda final de cada país o regió indicats amb origen a la Xina, mentre que els colors taronja i vermell indiquen un major percentatge de la demanda final amb origen a la Xina.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE TiVA (novembre del 2021).*

Les dades d'importacions i d'exportacions en termes bruts no permeten valorar de manera precisa l'origen dels béns i dels serveis que es consumeixen. En aquest sentit, la base de dades TiVA (*Trade in Value Added*) de l'OCDE, basada en taules *input-output* internacionals, ens ofereix una visió més detallada sobre la integració econòmica entre la Xina i la UE i permet mesurar les dependències reals de cada país i de cada sector. En tenir identificats l'origen i la destinació exactes de cada bé i de cada servei transaccionat, podem així investigar la composició i l'origen real de la demanda final i de les exportacions.[2]

En termes agregats, els béns i els serveis xinesos representen el 2% de la demanda final europea (vegeu la primera taula) en els últims anys, un nivell semblant al dels EUA, però inferior al de països com el Japó o l'Índia, on les cadenes de valor es troben més integrades amb la Xina.

Entre la UE i la resta de països, trobem algunes tendències transversals que cal destacar. En primer lloc, aquesta dependència de la Xina ha augmentat de manera molt significativa en les dues últimes dècades i en tots els sectors analitzats, tant de manufactures com de serveis. En segon lloc, és evident que el gegant asiàtic s'ha transformat en una potència manufacturera global, ja que representa entre el 5% i el 10% de la demanda final del sector de les manufactures a tot el món. En particular, el domini de la cadena de valor xinesa en els sectors del tèxtil i de l'electrònica és inqüestionable, ja que arriba a representar més del 20% de la demanda final d'aquests sectors a les majors economies de la UE, el 40% en tèxtil al Japó i als EUA o més del 25% en electrònica a l'Índia i a Rússia.

Si ens centrem en l'evolució dins la UE, la integració amb la Xina s'ha intensificat en l'última dècada, en particular en sectors més avançats, com l'electrònica i la maquinària, però també en serveis comercials o d'informació i comunicació.

Aquesta forta integració de la Xina en les cadenes de valor europees es fa evident en analitzar el pes creixent dels béns i dels serveis xinesos en el sector exportador europeu (vegeu la segona taula), principalment en sectors manufacturers tecnològicament avançats, la qual cosa indica la capacitat de penetració dels productes intermedis pro-

2. Per a més detalls sobre la utilització d'aquesta base de dades, vegeu també el Focus «La dependència europea de Rússia: una qüestió primària», a l'IM04/2022.

duïts a la Xina en cadenes de producció altament integrades, com en l'electrònica, la maquinària i els equipaments de transport. Cal destacar que les exportacions espanyoles d'electrònica o les exportacions franceses d'equipaments de transport incorporen una major proporció de béns i de serveis xinesos que els sectors exportadors nipons corresponents. Les indústries tèxtils europees se situen també entre les més integrades del món amb la Xina. A més a més, a la UE-27, aquesta integració s'ha accelerat en l'última dècada, al contrari del que ha succeït, per exemple, als EUA, on les exportacions nord-americanes de productes electrònics contenen una menor proporció de béns xinesos que uns anys enrere.

Arribats a aquest punt, importa també subratllar que, a nivell més desagregat, la dependència entre països pot ser molt més important en certs productes específics. Si a una dependència significativa de les importacions d'un determinat producte se suma un domini de mercat del país exportador, el risc de disrupcions en les cadenes productives és més elevat en cas d'interrupcions de subministrament, per dificultats logístiques o per tensions diplomàtiques.

En aquest sentit, la dependència de la UE de la Xina és molt rellevant en algunes terres rares (crucials per a la transició energètica), com el manganès o l'escandi, en diversos components essencials per a la producció de béns farmacèutics, com principis actius i vitamines, o en components electrònics, tant finals com intermedis, com llums led o imants permanents. En tots aquests productes, la Xina té una quota de mercat global superior al 50% i, en alguns casos, arriba a representar el 90% de la producció mundial.[3]

### Un acoblament sostenible?

A l'últim *Informe Mensual*, vam analitzar l'impacte de les actuals tensions amb Rússia i vam concloure que els efectes negatius del desacoblament seran particularment visibles a curt termini i en economies energèticament més dependents dels combustibles fòssils. No obstant això, a mitjà termini, tal com ho han demostrat alguns països en els últims anys, una disminució de la dependència de les primeres matèries russes no és impossible, a més de ser compatible amb una transició energètica més ràpida i coordinada.

La Xina, però, està molt més densament interconnectada amb la UE i amb la resta de les grans economies mundials. A la UE, en particular, aquesta integració s'ha accelerat en l'última dècada, i la cadena de valor xinesa és clau per a un gran nombre de sectors, principalment en les manufactures. A més a més, l'economia xinesa ha recorregut en els últims anys un llarg camí de creixent especialització tecnològica (vegeu la tercera taula) i ha reafirmat, així, un paper vital en el sistema de comerç global. Com les recurrents dificultats d'aprovisionament durant la pandèmia ho han demostrat, un desacoblament de la Xina comportaria costos transversals per a tota l'economia, inassumibles en molts casos. Al contrari del que succeeix amb el *Green Deal* europeu, la possibilitat d'assolir una «autonomia estratègica» en molts d'aquests sectors, mitjançant el *reshoring* d'una part de la cadena de valor, no està del tot clara. Si es confirma l'entrada en una nova era geopolítica que comporta un procés de desglobalització, les inevitables tensions entre blocs generarien, amb tota probabilitat, més perdedors que guanyadors. Així mateix, un acoblament durable entre la UE i la Xina haurà de ser sostingut, cada vegada més, per una diplomàcia sòlida, de la qual dependran no solament l'economia europea, sinó també la política interna, l'estabilitat geopolítica global i, perquè mai és sobrer recordar-ho, la lluita global contra el canvi climàtic.

*Luís Pinheiro de Matos*

### *Índex de complexitat econòmica (ECI)*

*Posició en el rànquing ECI*

| | 2000 | 2010 | 2020 |
|---|---|---|---|
| Japó | 1 | 1 | 1 |
| Suïssa | 3 | 3 | 2 |
| Taiwan | 22 | 5 | 3 |
| Alemanya | 2 | 2 | 4 |
| EUA | 5 | 8 | 9 |
| França | 10 | 13 | 15 |
| Itàlia | 13 | 18 | 19 |
| Hong Kong | 48 | 34 | 23 |
| Xina | 54 | 31 | 28 |
| Espanya | 19 | 28 | 34 |
| Índia | 50 | 50 | 40 |
| Rússia | 25 | 30 | 43 |
| Brasil | 29 | 35 | 47 |

***Nota:*** *L'índex pot ser interpretat com una mesura de la intensitat relativa del coneixement d'una economia i es calcula a partir del perfil d'exportacions de cada país.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Observatori de Complexitat Econòmica (OCE).*

3. Vegeu Comissió Europea (2021), «Strategic dependencies and capacities», Commission Staff Working Document. Vegeu també Salinas Conte, L. (2021), «La dependencia de China en las cadenas de suministro españolas», Elcano Policy Paper, Real Instituto Elcano.

*Percentatge de variació en relació amb el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

## ESTATS UNITS

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 01/22 | 02/22 | 03/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | –3,4 | 5,7 | 12,2 | 4,9 | 5,5 | 3,6 | – | – | – |
| Vendes al detall (sense cotxes ni benzina) | 2,1 | 17,5 | 27,5 | 14,3 | 16,2 | 10,5 | 12,1 | 15,8 | 4,1 |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 101,0 | 112,7 | 122,1 | 116,7 | 112,9 | 108,1 | 111,1 | 105,7 | 107,6 |
| Producció industrial | –7,2 | 5,5 | 14,7 | 5,5 | 4,4 | 5,4 | 3,3 | 7,5 | 5,5 |
| Índex d'activitat manufacturera (ISM) *(valor)* | 52,5 | 60,6 | 61,0 | 60,0 | 60,1 | 57,8 | 57,6 | 58,6 | 57,1 |
| Habitatges iniciats *(milers)* | 1.396 | 1.605 | 1.588 | 1.562 | 1.670 | 1.753 | 1.679 | 1.788 | 1.793 |
| Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)* | 228 | 267 | 262 | 274 | 283 | ... | 292 | 299 | ... |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 8,1 | 5,4 | 5,9 | 5,1 | 4,2 | 3,8 | 4,0 | 3,8 | 3,6 |
| Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)* | 56,8 | 58,4 | 58,0 | 58,6 | 59,2 | 59,9 | 59,7 | 59,9 | 60,1 |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | –3,2 | –3,7 | –3,6 | –3,7 | –3,7 | ... | –3,8 | –3,8 | ... |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | 1,2 | 4,7 | 4,8 | 5,3 | 6,7 | 8,0 | 7,5 | 7,9 | 8,5 |
| Inflació subjacent | 1,7 | 3,6 | 3,7 | 4,1 | 5,0 | 6,3 | 6,0 | 6,4 | 6,5 |

## JAPÓ

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 01/22 | 02/22 | 03/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | –4,5 | 1,7 | 7,3 | 1,2 | 0,4 | ... | – | – | – |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 31,0 | 36,3 | 36,1 | 37,5 | 38,3 | 34,8 | 36,5 | 35,2 | 32,8 |
| Producció industrial | –10,6 | 5,6 | 18,4 | 6,6 | 1,1 | –0,6 | –1,6 | 0,5 | –0,8 |
| Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)* | –19,8 | 13,8 | 14,0 | 18,0 | 18,0 | 14,0 | – | – | – |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 2,8 | 2,8 | 2,9 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,8 | 2,7 | 2,6 |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | 0,1 | –0,3 | 0,6 | 0,3 | –0,3 | –1,3 | –0,8 | –1,0 | –1,3 |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | 0,0 | –0,2 | –0,7 | –0,2 | 0,5 | 0,9 | 0,5 | 0,9 | 1,2 |
| Inflació subjacent | 0,2 | –0,5 | –0,9 | –0,5 | –0,7 | –0,9 | –1,2 | –0,9 | –0,7 |

## XINA

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 01/22 | 02/22 | 03/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | 2,2 | 8,1 | 7,9 | 4,9 | 4,0 | 4,8 | – | – | – |
| Vendes al detall | –2,9 | 12,4 | 14,1 | 5,1 | 3,5 | 1,6 | ... | 6,7 | –3,5 |
| Producció industrial | 3,4 | 9,3 | 9,0 | 4,9 | 3,9 | 6,3 | ... | 7,5 | 5,0 |
| PMI manufactures (oficial) | 49,9 | 50,5 | 51,0 | 50,0 | 49,9 | 49,9 | 50,1 | 50,2 | 49,5 |
| **Sector exterior** | | | | | | | | | |
| Balança comercial [1,2] | 524 | 681 | 605 | 636 | 681 | 735 | 704 | 699 | 735 |
| Exportacions | 3,6 | 30,0 | 30,7 | 24,4 | 23,1 | 15,7 | 24,1 | 6,2 | 14,6 |
| Importacions | –0,6 | 30,1 | 44,1 | 25,4 | 23,6 | 9,5 | 19,8 | 10,4 | –0,1 |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Inflació general | 2,5 | 0,9 | 1,1 | 0,8 | 1,8 | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 1,5 |
| Tipus d'interès de referència [3] | 3,9 | 3,8 | 3,9 | 3,9 | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,7 |
| Renminbi per dòlar | 6,9 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,4 | 6,3 | 6,4 | 6,3 | 6,3 |

***Notes:*** *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. 2. Milers de milions de dòlars. 3. Final del període.*

***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departament de Comunicacions del Japó, Banc del Japó, Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Refinitiv.*

# ZONA DE L'EURO

## *Indicadors d'activitat i ocupació*

*Valors, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 01/22 | 02/22 | 03/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Vendes al detall *(variació interanual)* | –0,8 | 5,4 | 12,6 | 2,4 | 4,1 | ... | 8,4 | 5,0 | ... |
| Producció industrial *(variació interanual)* | –7,9 | 8,8 | 24,4 | 6,0 | 0,2 | ... | –1,5 | 2,0 | ... |
| Confiança del consumidor | –14,3 | –7,6 | –5,5 | –4,6 | –6,7 | –12,0 | –8,5 | –8,8 | –18,7 |
| Sentiment econòmic | 88,0 | 110,1 | 113,2 | 116,8 | 115,7 | 111,7 | 112,7 | 113,9 | 108,5 |
| PMI manufactures | 48,6 | 60,2 | 63,1 | 60,9 | 58,2 | 57,8 | 58,7 | 58,2 | 56,5 |
| PMI serveis | 42,5 | 53,6 | 54,7 | 58,4 | 54,5 | 54,1 | 51,1 | 55,5 | 55,6 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Ocupació (persones) *(variació interanual)* | –1,5 | 1,1 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | ... | – | – | – |
| **Taxa d'atur** *(% pobl. activa)* | 8,0 | 7,7 | 8,1 | 7,5 | 7,1 | ... | 6,9 | 6,8 | ... |
| Alemanya *(% pobl. activa)* | 3,9 | 3,6 | 3,7 | 3,5 | 3,3 | ... | 3,1 | 3,1 | ... |
| França *(% pobl. activa)* | 8,0 | 7,9 | 8,2 | 7,8 | 7,5 | ... | 7,5 | 7,4 | ... |
| Itàlia *(% pobl. activa)* | 9,3 | 9,5 | 9,8 | 9,1 | 9,0 | ... | 8,6 | 8,5 | ... |
| **PIB real** *(variació interanual)* | –6,5 | 5,6 | 14,6 | 4,1 | 4,7 | 5,0 | – | – | – |
| Alemanya *(variació interanual)* | –4,9 | 3,1 | 10,4 | 2,9 | 1,8 | 3,7 | – | – | – |
| França *(variació interanual)* | –8,0 | 7,4 | 19,1 | 3,5 | 5,5 | 5,3 | – | – | – |
| Itàlia *(variació interanual)* | –9,1 | 7,0 | 17,7 | 3,9 | 6,2 | 5,8 | – | – | – |

## *Preus*

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 01/22 | 02/22 | 03/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | 0,3 | 2,6 | 1,8 | 2,8 | 4,6 | 6,1 | 5,1 | 5,9 | 7,4 |
| Subjacent | 0,7 | 1,5 | 0,9 | 1,4 | 2,4 | 2,6 | 2,3 | 2,7 | 3,0 |

## *Sector exterior*

*Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en % del PIB dels 4 últims trimestres, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 01/22 | 02/22 | 03/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Saldo corrent** | 2,1 | 2,6 | 3,1 | 3,2 | 3,3 | 3,2 | 3,2 | 3,0 | ... |
| Alemanya | 7,1 | 7,4 | 8,1 | 8,1 | 7,9 | 7,8 | 7,2 | 7,2 | ... |
| França | –1,9 | –0,6 | –1,6 | –1,2 | –0,9 | –0,9 | –0,4 | –0,4 | ... |
| Itàlia | 3,8 | 2,4 | 4,3 | 4,1 | 4,0 | 3,8 | 1,0 | 0,9 | ... |
| **Tipus de canvi efectiu nominal**[1] *(valor)* | 93,9 | 94,2 | 94,9 | 94,0 | 92,7 | 92,2 | 92,3 | 92,7 | 91,7 |

## *Crèdit i dipòsits dels sectors no financers*

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 01/22 | 02/22 | 03/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finançament del sector privat** | | | | | | | | | |
| Crèdit a les societats no financeres[2] | 6,3 | 3,5 | 2,3 | 1,8 | 3,3 | 4,4 | 4,4 | 4,5 | 4,2 |
| Crèdit a les llars[2,3] | 3,2 | 3,8 | 3,9 | 4,1 | 4,1 | 4,4 | 4,3 | 4,4 | 4,5 |
| Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[4] *(%)* | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,1 | ... | 1,2 | 1,1 | ... |
| Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[5] *(%)* | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | ... | 1,4 | 1,4 | ... |
| **Dipòsits** | | | | | | | | | |
| Dipòsits a la vista | 12,9 | 12,6 | 12,4 | 11,4 | 10,5 | 9,1 | 9,4 | 9,3 | 8,7 |
| Altres dipòsits a curt termini | 0,6 | –0,8 | –0,6 | –2,0 | –1,5 | –0,3 | –0,2 | –0,3 | –0,3 |
| Instruments negociables | 8,2 | 11,4 | 12,2 | 10,2 | 9,2 | 0,7 | 0,8 | –0,4 | 1,6 |
| Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)* | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | ... | 0,2 | 0,2 | ... |

***Notes:*** *1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda. 2. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 3. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 5. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.*

***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea, organismes nacionals d'estadística i Markit.*

# Resiliència de l'economia espanyola en un context advers

**El PIB va moderar el seu avanç fins al 0,3% intertrimestral en el 1T 2022.** En el 1T 2022, condicionat, primer, per la sisena onada de COVID-19 i, amb posterioritat, per l'esclat de la guerra a Ucraïna i per l'augment de les disrupcions a la indústria arran de la vaga de transportistes, el creixement del PIB es va afeblir en relació amb el trimestre precedent, amb un avanç trimestral del 0,3% en relació amb el 2,2% anterior, el creixement més moderat en l'últim any. En termes interanuals, el PIB es va situar el 6,4% per damunt del nivell del 1T 2021 i el 3,4% per sota del nivell prepandèmia (4T 2019). Aquest alentiment va ser degut a la feblesa del consum privat, que va recular el 3,7% intertrimestral i es va allunyar fins al 9,8% per sota del nivell previ a la pandèmia. L'augment de la incertesa i de la inflació, amb un fort encariment dels productes de primera necessitat, va provocar una forta contracció de la despesa en béns de consum durador (el –11,3% intertrimestral). En sentit contrari, la inversió en equipament i les exportacions van augmentar la seva aportació al creixement. Així, la inversió en equipament va créixer el 7,6% trimestral, i les exportacions el 3,4%, impulsades pel turisme (+21,9% trimestral), que ja es troba al 95,3% del nivell del 1T 2019.

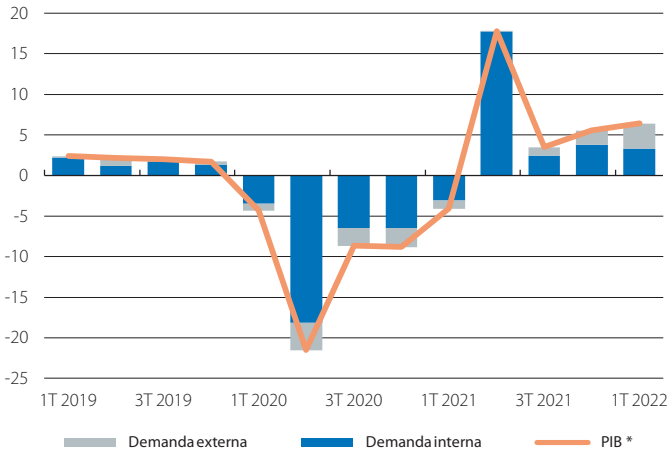
**Llums i ombres en els indicadors més recents.** Pel costat negatiu, es confirma el fort impacte que la crisi està tenint sobre la inflació i sobre el saldo energètic de la balança comercial, el dèficit de la qual en termes anuals assoleix màxims des del 2015. Per la seva banda, els indicadors de sentiment econòmic mostren senyals mixtos, amb una lleugera recuperació a l'abril en el cas dels consumidors i del sector serveis, mentre que continua reculant a la indústria. En canvi, sorprenen positivament la notable recuperació del turisme i la resiliència del mercat laboral, que, tot i que a un ritme més moderat, continuen creant ocupació.

**La inflació general podria haver deixat enrere el seu pic al març, però la subjacent encara té recorregut a l'alça.** Segons la dada avançada per l'INE, la inflació es va moderar amb intensitat a l'abril i es va situar en el 8,4% interanual (el 9,8% al març, la taxa més alta des del 1985), una contenció que, sense disposar del desglossament per components, s'explicaria pels descensos dels preus de l'electricitat i dels carburants. Els elevats preus de l'energia es continuen filtrant als altres components de la cistella de consum; en concret, a l'abril, els preus dels aliments elaborats van empènyer a l'alça la inflació subjacent (que exclou els components més volàtils), que repunta 1 punt fins al 4,4%, la taxa més alta des del desembre del 1995. L'acord d'Espanya i de Portugal amb la Comissió Europea per limitar el preu del gas que s'utilitza per a la producció d'electricitat a 50 €/MWh en la mitjana dels 12 propers mesos (mesura que encara no ha entrat en vigor) ajudarà a contenir les pressions inflacionistes.

**Els indicadors de sentiment econòmic, després del fort deteriorament patit al març, mostren una lleugera millora.** L'indicador de confiança del consumidor que elabora la Comissió

***Espanya: PIB***

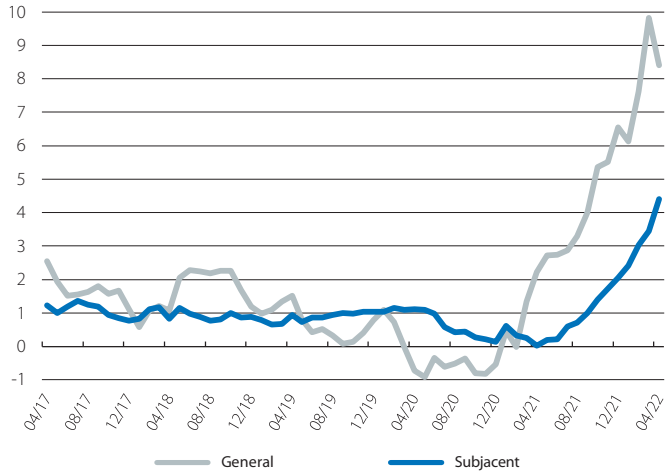
*Contribució al creixement interanual (p. p.)*




***Nota:*** ** Variació interanual (%).*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (CNTR).*

***Espanya: IPC***

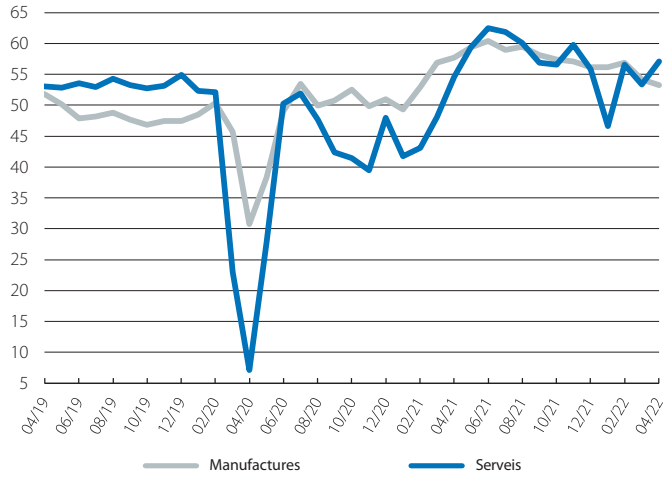
*Variació interanual (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

***Espanya: PMI***

*Nivell*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.*

Europea millora lleugerament a l'abril en +1,2 punts, fins als –27,1 punts, i el PMI del sector serveis augmenta en 3,7 punts, fins als 57,1 punts, màxim des del novembre del 2021, gràcies a l'impuls de l'activitat després de l'aixecament de les restriccions per la COVID. No obstant això, el sector industrial està sent el més afectat per l'encariment dels costos i per les restriccions d'oferta, i, a l'abril, el PMI del sector manufacturer va anotar una reculada de 0,9 punts, fins als 53,3 punts, mínim en 14 mesos, tot i que encara en nivells expansius (per damunt de 50).

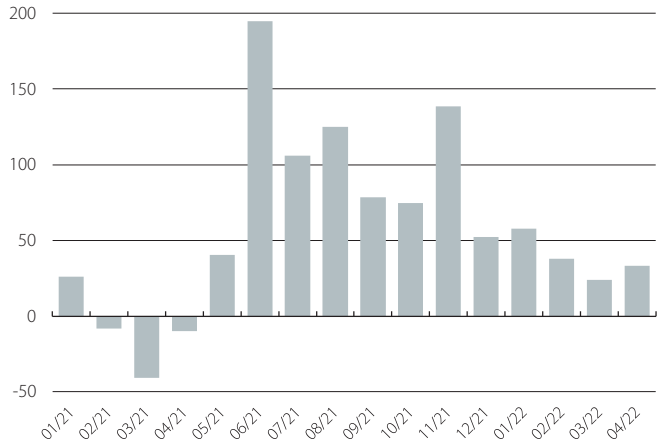
**El mercat laboral exhibeix un to positiu, i la contractació indefinida continua avançant**. Tant els resultats de l'EPA del 1T 2022 com la marxa de l'afiliació a la Seguretat Social confirmen la resiliència del mercat laboral. Segons l'EPA, els ocupats van créixer a un ritme trimestral, corregit d'estacionalitat, de l'1,08%, i la taxa d'atur es va situar en el 13,65%, 2,3 p. p. menys que un any abans. Al seu torn, l'afiliació va guanyar dinamisme a l'abril, impulsada per l'embranzida del sector turístic durant la Setmana Santa, i va créixer en 184.577 persones, en relació amb les 134.396 de l'abril del 2021. En termes desestacionalitzats, la creació d'ocupació es torna a intensificar després de la moderació dels dos mesos anteriors. La xifra total d'afiliats supera per primera vegada els 20 milions i se situa en 20.019.080, 963.782 persones més que un any enrere. Un aspecte molt positiu és el fort augment de la contractació indefinida, fins al 48,5% dels contractes registrats en el mes, en relació amb els percentatges propers al 10% habituals en els mesos d'abril, impulsats pel traspàs de feines temporals després dels tres mesos d'adaptació per a l'entrada en vigor de la reforma laboral.

**El fort deteriorament de la balança energètica contraresta la millora dels ingressos per turisme**. En els dos primers mesos de l'any, la balança per compte corrent llança un dèficit de 2.354 milions d'euros, xifra que supera en un 35,9% la del mateix període del 2021. Aquest deteriorament s'explica, principalment, per l'ampliació del dèficit energètic (–6.985 milions, en relació amb els –3.110 del 2021), en un context de recuperació de les importacions en volum i de fort repunt dels preus de l'energia, el 48,8% per damunt dels dos primers mesos de l'any passat.

**En contraposició, el sector turístic mostra una tendència de notable recuperació i redueix el *gap* que el separa de les xifres del 2019**. Així, el superàvit acumulat en els dos primers mesos de l'any puja a 4.639 milions d'euros, en relació amb els 281 milions del 2021. Els indicadors avançats auguren unes perspectives molt positives per a la temporada estival. Ara com ara, les pernoctacions d'estrangers als allotjaments hotelers van assolir al març el 81% del nivell prepandèmia (el 74,5% al febrer), i la despesa realitzada per targetes d'estrangers durant la Setmana Santa va ser el 4% superior a la del mateix període del 2019. Així mateix, la mobilitat dels turistes es recupera, i l'interès per viatjar a Espanya repunta amb força, tal com ho reflecteixen els vols operats als aeroports espanyols o les cerques a Google sobre els viatges al nostre país, que se situen ja en nivells similars als del 2019.

### *Espanya: afiliats a la Seguretat Social **

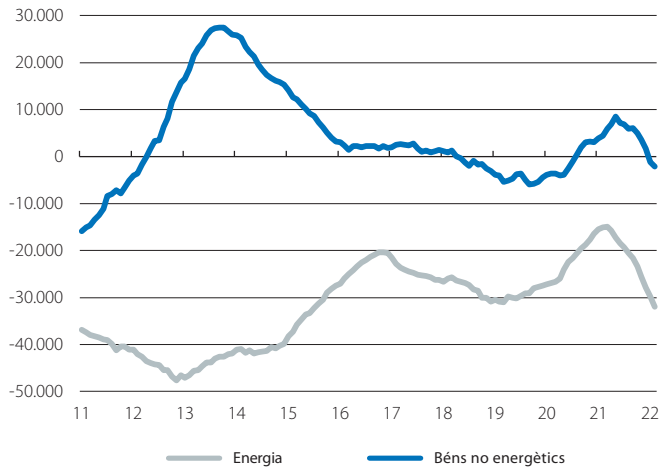
*Variació intermensual (milers)*




***Nota:*** ** Sèrie desestacionalitzada.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball i Economia Social.*

### *Espanya: saldo de la balança comercial*

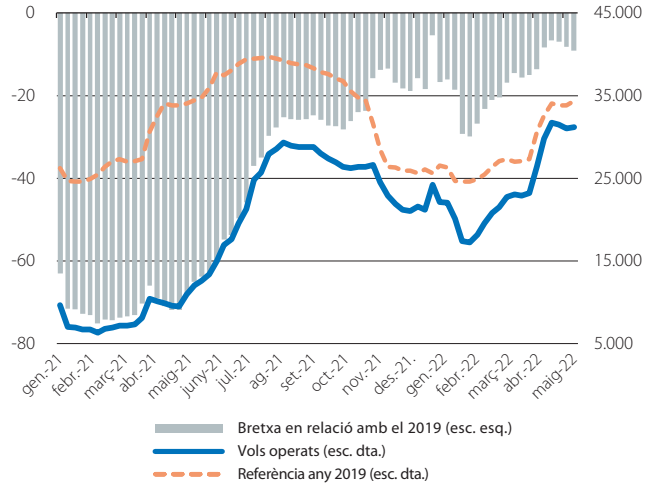
*Dades acumulades de 12 mesos (milions d'euros)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Duanes.*

### *Espanya: vols operats als aeroports espanyols*

*Variació en relació amb el 2019 (%)* *Nombre de vols setmanals*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurocontrol.*

# Com pot impactar l'augment dels tipus d'interès sobre l'esforç hipotecari?

L'augment de les tensions inflacionistes a la zona de l'euro ha comportat un gir important en la política monetària del BCE. Les expectatives de pujades dels tipus d'interès oficials ja es noten en els tipus del mercat interbancari. Així, cap a la meitat d'abril, l'euríbor a 12 mesos va entrar en terreny positiu després de sis anys en negatiu, la qual cosa representa un augment notable en relació amb els registres mínims de l'any passat (al voltant del –0,50% de mitjana del 2021). Els mercats financers descompten que aquesta tendència ascendent tindrà continuïtat en els propers mesos, malgrat que els augments seran graduals i que cal tenir en compte que es parteix de nivells de tipus molt baixos (vegeu el primer gràfic).

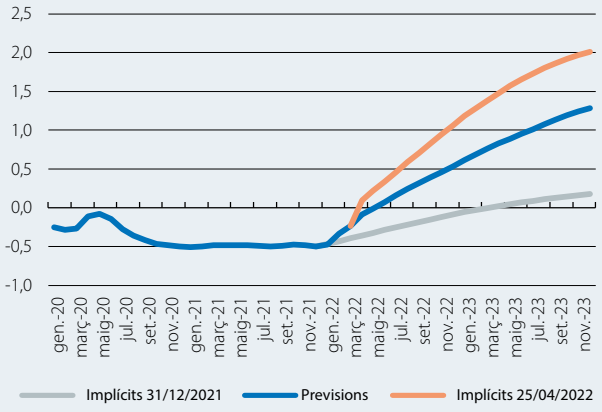
Un augment dels tipus d'interès podria reduir una mica el dinamisme de la demanda residencial, ja que incrementa l'esforç hipotecari per adquirir un habitatge. Per valorar fins a quin punt la demanda d'habitatge es pot veure afectada, calculem l'evolució prevista de la ràtio d'esforç hipotecari teòric[1] segons l'escenari de previsions considerat en l'actualitat a CaixaBank Research, revisat recentment després de la invasió d'Ucraïna.[2] Aquesta ràtio té com a principals ingredients les previsions del preu de l'habitatge, de la renda bruta disponible de la llar mitjana i dels tipus d'interès hipotecaris.

Segons les nostres previsions, l'augment del preu de l'habitatge (que preveiem que arribirà al 3,5% el 2022, en part per l'alça dels costos de construcció, i que, a partir del 2023, tornarà a una senda de creixement més moderada) es veurà gairebé compensat per l'avanç de la renda bruta disponible del conjunt de les llars, ja que la creació d'ocupació continuarà sent notable malgrat la recent revisió a la baixa per l'impacte de la guerra a Ucraïna (al voltant de 300.000 llocs de treball anuals en la mitjana del 2022-2023). D'altra banda, l'augment dels tipus d'interès hipotecaris incrementarà la ràtio d'esforç al voltant de 3,2 p. p. en 2 anys (del 33,4% dels ingressos de la llar en el 4T 2021 [última dada disponible] al 36,6% en el 4T 2023). Es tracta d'un augment considerable, tot i que la ràtio es troba encara lluny dels nivells assolits durant la crisi immobiliària. Així i tot, els mercats financers descompten en l'actualitat una actuació una mica més agressiva del BCE. En concret, els tipus d'interès implícits de mercat a 25 d'abril del 2022 esperen que el tipus d'interès euríbor a 12 mesos se situï en l'1,06% al final d'enguany i en el 2,0% al final del 2023. Així, si utilitzem els tipus d'interès implícits de mercat a mitjan abril, obtenim una ràtio d'esforç que repunta de forma més marcada, fins al 39,2% al final del 2023 (vegeu el segon gràfic).

En definitiva, l'expectativa de pujades de tipus d'interès després del gir del BCE cap a una normalització de la política monetària pot refredar en certa manera la demanda d'habitatge, ja que augmenta l'esforç hipotecari que la llar mitjana ha d'assumir el primer any després de l'adquisició d'un habitatge. A més a més, l'augment dels tipus d'interès també tendirà a incrementar l'esforç hipotecari de les llars que ja han comprat l'habitatge amb crèdit hipotecari. No obstant això, atesa la major contractació d'hipoteques a tipus fix (més del 60% el 2021 en relació amb menys del 3% entre el 2003 i el 2007), la pujada de tipus tindrà un impacte limitat sobre les llars hipotecades recentment.[3]

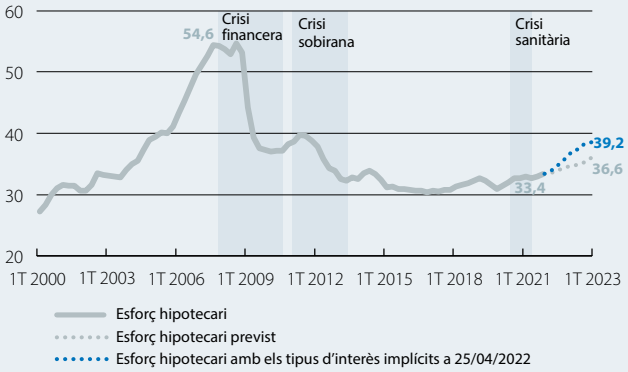
*Judit Montoriol Garriga*

***Espanya: euríbor a 12 mesos***
*(%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

***Espanya: esforç hipotecari teòric***
*(% de la renda bruta disponible de la llar mitjana)*




***Nota:*** *Import de les quotes que ha de pagar la llar mitjana en el primer any després de l'adquisició d'un habitatge tipus finançat amb un préstec estàndard pel 80% del valor del pis, en percentatge de la renda anual disponible de la llar.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

1. L'esforç hipotecari teòric és una estadística publicada trimestralment pel Banc d'Espanya i mesura el percentatge de renda que la llar mitjana ha de destinar a pagar l'import de les quotes hipotecàries en el primer any després de l'adquisició d'un habitatge tipus finançat amb un préstec estàndard pel 80% del valor de l'habitatge.
2. Vegeu el Focus «La guerra entre Rússia i Ucraïna frenarà la recuperació de l'economia espanyola», publicat a l'IM04/2022.
3. Per a una anàlisi de la ràtio d'esforç hipotecari segons les característiques de les llars (quintil de renda, grup d'edat i any de contractació de la hipoteca), vegeu l'article «La situació financera de les famílies durant la crisi de la COVID-19: aquesta vegada és diferent», publicat a *l'Informe Sectorial Immobiliari* del primer semestre del 2022.

# L'elevat estalvi de les famílies espanyoles ajudarà a mitigar l'impacte del repunt de la inflació

La capacitat d'estalvi de les famílies s'està veient reduïda a causa de l'escalada de la inflació. Així i tot, el 2021, el nivell d'estalvi encara va ser elevat. En concret, la taxa d'estalvi del 2021 va ser de l'11,4% de la renda bruta disponible (RBD), un nivell inferior a l'any de la pandèmia (el 14,9%), tot i que encara molt per damunt del 2019 (el 8,3%). Parlem de 86.500 milions d'euros d'estalvi brut: 24.000 milions d'euros d'estalvi menys que el 2020, però 22.000 més que el 2019.

La caiguda de la taxa d'estalvi de l'any passat s'explica per un augment del consum nominal (el 6,7%) molt superior al de l'RBD (el 2,2%). De cara a enguany, esperem que el consum de les llars continuï creixent amb força en termes nominals, esperonat per la inflació, mentre que l'RBD, tot i que també esperem que avanci a bon ritme, probablement ho farà a un ritme inferior, la qual cosa podria situar la taxa d'estalvi al voltant del 7,0%, un nivell similar al dels anys previs a la pandèmia.

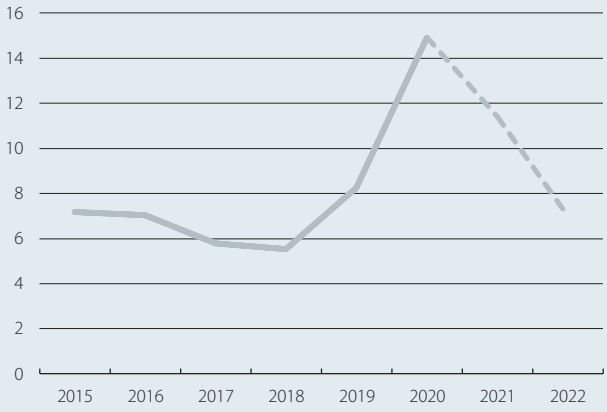
Cal destacar que la capacitat de finançament de les llars es va reduir de manera significativa el 2021 i va passar de 68.700 milions d'euros el 2020 a només 19.220 el 2021. El motiu d'aquesta reducció, a més de la davallada de l'estalvi, va ser el gran augment de la inversió realitzada per les famílies, principalment en habitatge, el 2021: parlem d'una inversió total de 70.000 milions d'euros, gairebé 30.000 milions més que el 2020 i que la mitjana del 2018-2019. Sens dubte, les llars van utilitzar el 2021 una part de l'estalvi per invertir en habitatge, en un context caracteritzat per l'escassa rendibilitat dels dipòsits i per unes condicions financeres favorables. No en va, recordem que, el 2021, es van registrar 565.000 compravendes d'habitatge, el registre més elevat dels 14 últims anys.

### Fortalesa de la posició financera de les famílies

Un element positiu que cal subratllar és que la riquesa financera de les famílies va continuar augmentant el 2021: els seus actius financers ascendien, al final del 2021, a 2,695 bilions d'euros, en relació amb els 2,519 bilions del final del 2020. Aquest augment de 176.000 milions es desglossa en una adquisició neta d'actius financers per import de 80.000 milions d'euros i un efecte de revaloració de 93.288 (això últim contrasta amb la caiguda del valor dels actius de 20.000 milions patida el 2020).

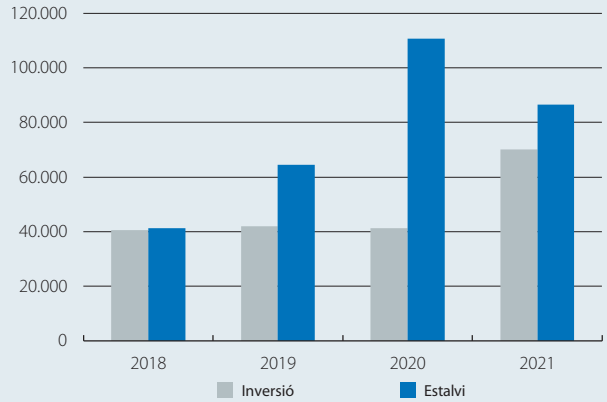
Quins actius financers van adquirir les llars el 2021? Si analitzem els diferents actius financers, el volum destinat a dipòsits va continuar sent important, tot i que inferior al del 2020, i cal destacar un increment de 25.000 milions d'euros en fons d'inversió (vegeu el tercer gràfic).

***Espanya: taxa d'estalvi de les llars***
*(% de la renda bruta disponible)*



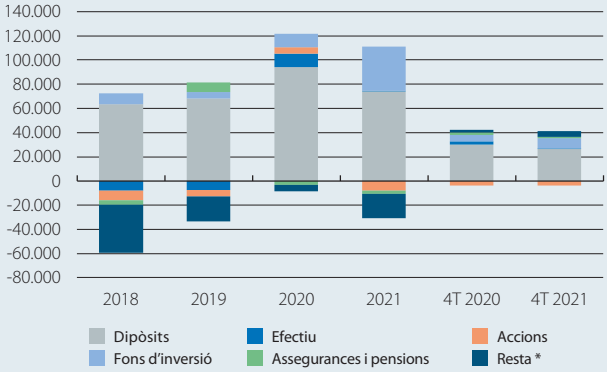

***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i de previsions pròpies.*

***Espanya: estalvi i inversió de les famílies***
*(Milions d'euros)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

***Espanya: distribució de l'adquisició neta d'actius financers de les llars***
*Milions d'euros (fluxos)*



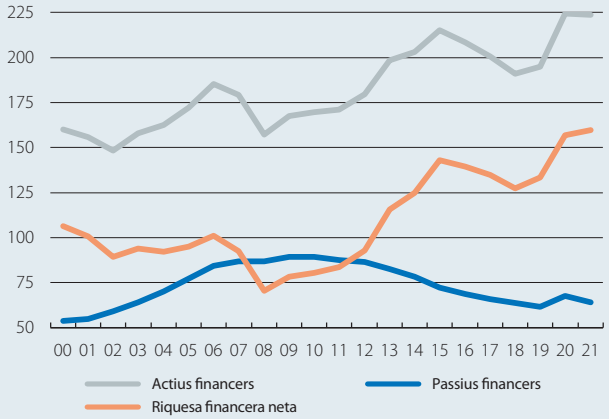

***Nota:*** ** Inclou dipòsits no transferibles, altres participacions i crèdits comercials.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Per la seva banda, el deute de les famílies amb prou feines va créixer en 3.700 milions d'euros, fins als 704.100 milions (el 58,4% del PIB, 1,7 p. p. per sota de la zona de l'euro). Aquest increment es va produir per un augment en la contractació de préstecs per valor de 6.690 milions d'euros, contrarestat parcialment per amortitzacions per un import total de 3.100 milions d'euros.

D'aquesta manera, la riquesa financera neta agregada de les famílies (diferència entre els seus actius i els seus passius) va augmentar el 2021 fins als 1,92 bilions d'euros, la qual cosa representa un 9,4% més que l'any anterior, i el 159,7% del PIB, 2,9 punts per damunt del 2020. Aquesta sanejada situació financera de les famílies és un element positiu de cara a esquivar l'impacte de les tensions inflacionistes.

*Javier García Arenas*

***Espanya: balanç financer de les llars***
*(Percentatge sobre el PIB)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

# Omplir el dipòsit, sí o no? El que ens diu la despesa a les benzineres de les llars espanyoles

El lector d'aquest informe ja haurà notat que, en les últimes setmanes, omplir el dipòsit li costa més. El conflicte bèl·lic a Ucraïna, que ha afectat el mercat mundial de petroli, del qual Rússia és un dels majors productors,[1] ha provocat un ràpid augment del preu dels carburants. Això succeeix després d'un període en què la demanda de petroli es va enfonsar durant la pandèmia, i, de retruc, els preus. Però tots els consumidors estan reaccionant igual?

Per analitzar-ho, hem elaborat un indicador de la despesa mensual a les benzineres a partir del consum en aquests establiments dels clients de CaixaBank.[2] Els resultats ens mostren que no tots han ajustat de la mateixa manera el consum en els últims mesos (vegeu el primer gràfic).

Durant la pandèmia, es van reduir tots els tiquets de carburant, tant els d'import més baix (percentil 20) com els d'import més alt (a partir del percentil 50). Com era d'esperar, l'evolució del tiquet va estar molt correlacionada amb les restriccions a la mobilitat durant els mesos de pandèmia (vegeu el segon gràfic). No obstant això, no tots van reaccionar igual: durant el mes amb més restriccions a la mobilitat (abril del 2020), el tiquet es va reduir el 13% en el percentil 20, el 23% en el percentil 50 i el 32% en el percentil 80.

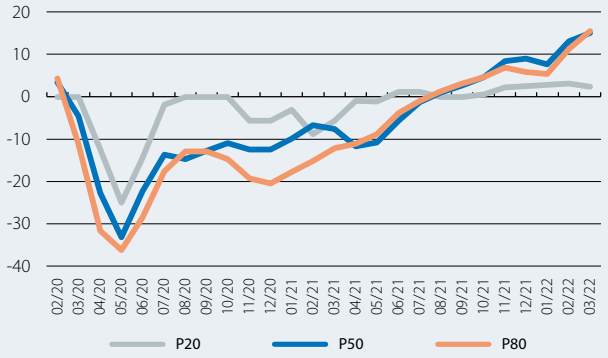
El 2022, després de l'encariment del preu dels carburants, tampoc han reaccionat igual tots els consumidors. Per a la meitat dels consumidors amb una despesa més elevada, el tiquet a les benzineres era el 15% superior al març del 2022 que en el mateix mes del 2019 (en els percentils 50 i 80, el consum va augmentar en gairebé la mateixa proporció). No obstant això, per als clients amb una despesa més baixa a les benzineres, el tiquet va ser molt similar en import al març del 2022 i al març del 2019. En el percentil 20, per exemple, el tiquet era només el 2,3% superior, molt per sota de l'augment per a la resta dels clients i de l'augment del preu de la benzina.[3]

Aquests resultats són indicatius de com uns consumidors realitzen un major ajust en el consum de carburant que uns altres després d'un augment dels preus, ja sigui perquè tenen menys poder adquisitiu o perquè poden substituir-ne el consum. En els propers mesos, analitzarem com la bonificació temporal de 20 cèntims per litre de combustible[4] aprovada pel Govern al final de març ha modificat la despesa dels diferents consumidors.

*Alberto Graziano, Eduard Llorens i Josep Mestres*

### *Espanya: consum mensual a les benzineres*

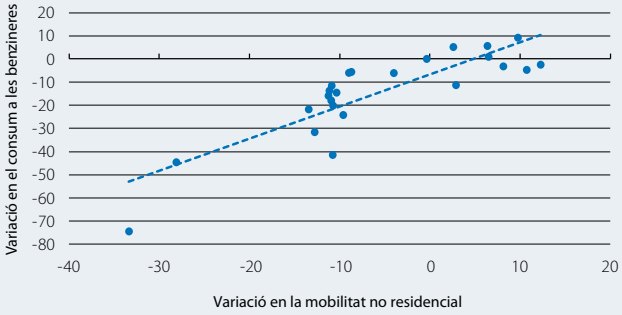
*Variació mensual en relació amb el mateix mes del 2019 (%)*




***Notes:*** *Imports agregats de despesa a les benzineres de clients particulars cada mes. Mitjana mòbil de 2 mesos.*
***Font:*** *CaixaBank, a partir de dades internes.*

### *Espanya: correlació entre la mobilitat i el consum a les benzineres*

*(%)*




***Notes:*** *Dades mensuals entre el març del 2020 i el febrer del 2022. En els dos casos, es tracta de la variació en relació amb un nivell base. En el cas de la mobilitat, el nivell base correspon a la mobilitat mitjana registrada en el mateix dia de la setmana entre el 3 de gener i el 6 de febrer del 2020. En el cas del consum a les benzineres, el nivell base correspon al del mes de gener del 2020.*
***Font:*** *CaixaBank, a partir de dades internes de CaixaBank (consum a les benzineres) i del Google Mobility Report (mobilitat no residencial).*

1. Per a més detalls, vegeu el Focus «Rússia posa en escac l'escenari del petroli mundial», a l'IM04/2022.
2. Per al càlcul de l'import mensual de consum a les benzineres, agreguem totes les despeses que cada client realitza amb targeta en aquests establiments al llarg del mes, independentment del nombre de vegades que hagi repostat.
3. No obstant això, el component de combustibles líquids a l'IPC del març del 2022 era el 63% superior al del març del 2019.
4. Per a més detalls de la mesura, vegeu el Focus «Claus del Pla de Xoc: quines mesures s'adoptaran a Espanya per pal·liar l'impacte de la guerra d'Ucraïna?», a l'IM04/2022.

## Indicadors d'activitat i ocupació

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 02/22 | 03/22 | 04/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Índex de producció industrial | –9,4 | 8,7 | 28,5 | 2,0 | 1,6 | – | 3,0 | ... | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | –13,6 | 0,6 | –0,2 | 2,3 | 4,9 | 6,9 | 9,6 | 4,5 | –1,1 |
| PMI de manufactures *(valor)* | 47,5 | 57,0 | 59,2 | 58,9 | 56,9 | 55,8 | 56,9 | 54,2 | 53,3 |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)* | –12,8 | 4,7 | –1,8 | 15,0 | 24,6 | – | 32,7 | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)* | –12,5 | 9,6 | 0,7 | 22,3 | 32,4 | – | 43,1 | ... | ... |
| Preu de l'habitatge | 2,1 | 3,7 | 3,3 | 4,2 | 6,4 | ... | – | – | – |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)* | –77,3 | 64,7 | –75,8 | –34,5 | 64,7 | ... | 225,4 | ... | ... |
| PMI de serveis *(valor)* | 40,3 | 55,0 | 58,8 | 59,6 | 57,4 | 52,2 | 56,6 | 53,4 | ... |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | –7,1 | 5,1 | 20,4 | –0,4 | 0,6 | 0,3 | 0,9 | –4,2 | ... |
| Matriculacions d'automòbils | –29,3 | 158,0 | 661,0 | –24,5 | –17,1 | –7,5 | 6,6 | –30,2 | ... |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | –22,8 | –13,3 | –11,1 | –9,1 | –10,8 | –16,2 | –9,4 | –27,3 | ... |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Població ocupada [1] | –2,9 | 3,0 | 5,7 | 4,5 | 4,3 | 4,6 | – | – | – |
| Taxa d'atur (% de la població activa) | 15,5 | 14,8 | 15,3 | 14,6 | 13,3 | 13,6 | – | – | – |
| Afiliats a la Seguretat Social [2] | –2,0 | 2,5 | 3,9 | 3,8 | 3,9 | 4,5 | 4,5 | 4,8 | ... |
| **PIB** | **–10,8** | **5,1** | **17,8** | **3,5** | **5,5** | **6,4** | – | – | – |

## Preus

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 02/22 | 03/22 | 04/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | –0,3 | 3,1 | 2,6 | 3,4 | 5,8 | 7,9 | 7,6 | 9,8 | 8,4 |
| Subjacent | 0,7 | 0,8 | 0,1 | 0,8 | 1,7 | 3,0 | 3,0 | 3,4 | 4,4 |

## Sector exterior

*Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 02/22 | 03/22 | 04/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –10,0 | 21,2 | 8,7 | 15,2 | 21,2 | – | 27,5 | ... | ... |
| Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –14,7 | 24,8 | 3,3 | 13,5 | 24,8 | – | 35,2 | ... | ... |
| **Saldo corrent** | **9,3** | **11,3** | **9,2** | **11,6** | **11,3** | **–** | **10,7** | ... | ... |
| Béns i serveis | 16,5 | 18,2 | 17,1 | 19,2 | 18,2 | – | 16,8 | ... | ... |
| Rendes primàries i secundàries | –7,3 | –6,9 | –7,9 | –7,7 | –6,9 | – | –6,1 | ... | ... |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **13,7** | **22,3** | **15,2** | **19,7** | **22,3** | **–** | **22,4** | **...** | **...** |

## Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [3]

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 02/22 | 03/22 | 04/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Dipòsits** | | | | | | | | | |
| Dipòsits de llars i empreses | 7,5 | 6,1 | 4,9 | 4,8 | 5,8 | – | 5,0 | 5,5 | ... |
| A la vista i estalvi | 12,3 | 10,3 | 9,2 | 8,9 | 9,2 | – | 9,2 | 9,6 | ... |
| A termini i preavís | –16,5 | –24,4 | –23,5 | –26,0 | –27,6 | – | –26,7 | –26,3 | ... |
| Dipòsits d'AP | 1,0 | 15,5 | 16,3 | 15,1 | 19,4 | – | 19,1 | 18,5 | ... |
| **TOTAL** | **7,1** | **6,7** | **5,5** | **5,5** | **6,6** | **–** | **5,8** | **6,2** | **...** |
| **Saldo viu de crèdit** | | | | | | | | | |
| Sector privat | 1,2 | 0,3 | –0,4 | –0,7 | –0,1 | – | 0,3 | –0,1 | ... |
| Empreses no financeres | 4,9 | 1,1 | –0,7 | –1,9 | –0,9 | – | –0,2 | –1,3 | ... |
| Llars - habitatges | –1,8 | 0,2 | 0,0 | 0,6 | 1,0 | – | 1,2 | 1,3 | ... |
| Llars - altres finalitats | 0,8 | –1,2 | –0,7 | –1,2 | –1,2 | – | –1,1 | –1,2 | ... |
| Administracions públiques | 3,0 | 15,3 | 17,4 | 22,7 | 11,6 | – | 4,5 | 2,4 | ... |
| **TOTAL** | **1,3** | **1,1** | **0,6** | **0,7** | **0,6** | **–** | **0,5** | **0,0** | **...** |
| **Taxa de morositat (%)[4]** | **4,5** | **4,3** | **4,5** | **4,4** | **4,3** | **...** | **4,3** | **...** | **...** |

***Notes:*** *1. Estimació de l'EPA. 2. Dades mitjanes mensuals. 3. Dades agregades del sector bancari espanyol i residents a Espanya. 4. Dada fi del període.*

***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, el Ministeri de Foment, el Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, l'Institut Nacional d'Estadística, el Servei Públic d'Ocupació Estatal, Markit, la Comissió Europea, el Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.*

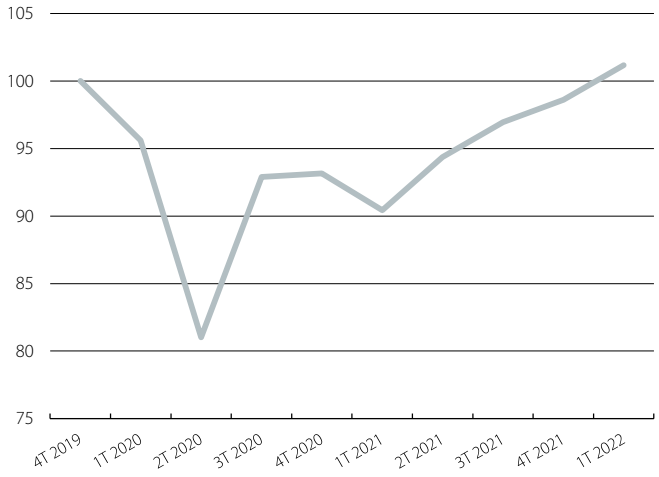
# Portugal: resiliència en un ambient desafiador

**En el 1T 2022, el PIB es va situar l'1,2% per damunt del nivell anterior a la COVID**. Sorprenentment, el PIB va créixer el 2,6% intertrimestral i l'11,9% interanual, gràcies a la solidesa del consum privat i a la recuperació del turisme. Aquest resultat suggereix que la nostra previsió actual per al creixement del PIB en el conjunt de l'any (el 4,2%) pot ser massa conservadora. No obstant això, tenint en compte el risc d'empitjorament derivat de l'impacte del conflicte a Ucraïna i del refredament dels socis europeus, preferim adoptar un posicionament més conservador i no modificar, ara com ara, les nostres previsions per al 2022. Al seu torn, els primers indicadors del 2T no donen senyals de refredament. Així, l'indicador diari d'activitat va avançar el 10,3% a l'abril, i els indicadors de sentiment han millorat lleugerament en relació amb els del març. Pel que fa a l'oferta, l'indicador de clima econòmic va recuperar 1 dècima a l'abril en relació amb el març, gràcies a les millores del sentiment a la indústria, als serveis i al comerç, que van compensar amb escreix l'empitjorament del sentiment al sector de la construcció. En aquest sector, el menor optimisme es correspon amb una disminució de la cartera de comandes. A la indústria, destaca la millora de la confiança fins als –1,5 punts, en relació amb els –4 punts del març, gràcies a unes perspectives més positives per a la producció en els tres propers mesos i a un registre lleugerament menys negatiu de la demanda global. La falta de primeres matèries continua sent un obstacle important per a la producció industrial, però no empitjora en relació amb els últims mesos del 2021 i els primers del 2022.

**Els preus al consum no donen treva a l'abril**. La variació interanual del 7,2% de l'IPC és la pujada més gran des del març del 1993. El component energètic, tal com ha succeït des de mitjan 2021, continua sent el principal responsable d'aquest augment dels preus, i la seva taxa interanual s'enfila ja fins al 26,7% (el 19,8% al març). L'altre component més volàtil de la cistella, els productes alimentaris no processats, també presenta un creixement elevat, del 9,5% (el 5,8% al març). Totes les dades apunten al fet que les pressions sobre la inflació es mantindran elevades en els propers mesos: el conflicte a Ucraïna pressiona sobre els preus de l'energia i de diverses *commodities*, els confinaments a la Xina estan impedint la normalització de les cadenes logístiques i els preus dels productes industrials van presentar al març un avanç interanual significatiu (el 26,3%).

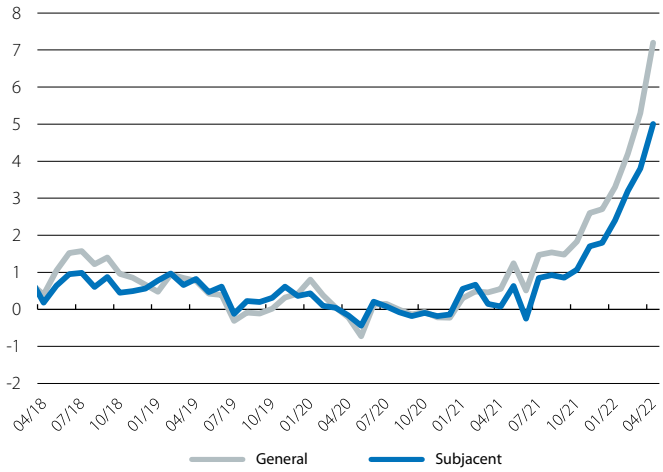
**El mercat laboral, allunyat de les tensions geopolítiques**. L'atur registrat a les oficines d'ocupació va caure al març i es va situar per sota dels nivells previs a la pandèmia, fins a un total de 326.251 persones. Això representa 7.500 aturats menys que al març del 2019 i una reducció del 5,2% en relació amb el febrer d'enguany (–18.000 aturats). Aquesta caiguda s'explica, en gran part, per quatre sectors d'activitat: allotjament i restauració, activitats immobiliàries, administratives i serveis de suport, comerç i construcció. Si ho comparem amb els nivells previs a la pandèmia, la construcció i el comerç registren ja nivells inferiors,

***Portugal: PIB***
*Índex (100 = 4T 2019)*



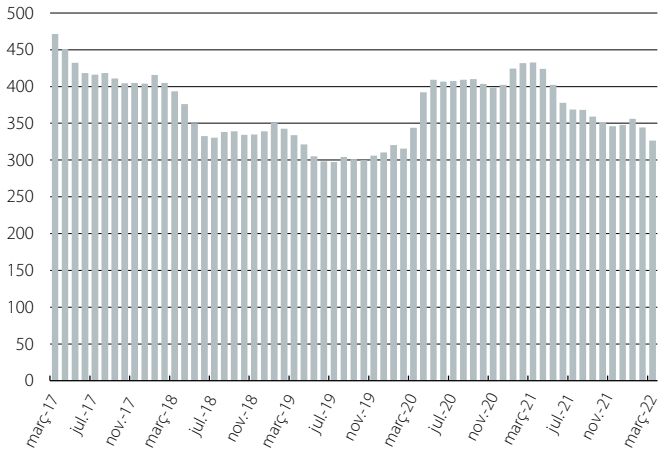

***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

***Portugal: IPC***
*Variació interanual (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

***Portugal: atur registrat a les oficines d'ocupació***
*(Milers de persones)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IEFP.*

un comportament que concorda amb l'escassetat de mà d'obra en aquests sectors. Al seu torn, les últimes dades apunten al fet que la taxa d'atur del febrer es va mantenir en el 5,8% per tercer mes consecutiu, amb un creixement de l'ocupació del 4,2% interanual i del 2,7% en relació amb el període previ a la COVID. És possible que es produeixi un alentiment del creixement de l'ocupació al llarg del 2022, a conseqüència de les menors intencions de contractació propiciades per l'empitjorament dels costos energètics i de les primeres matèries.

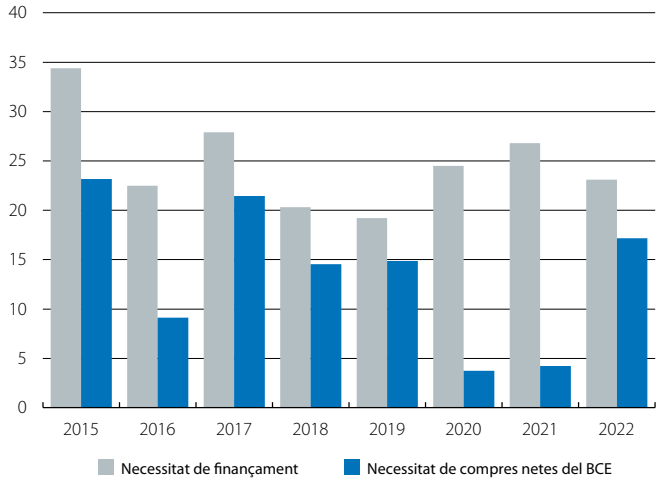
**Les necessitats de finançament de l'Estat es redueixen el 2022**. D'acord amb el pressupost de l'Estat per al 2022, les necessitats de finançament seran de 23.000 milions d'euros, 4 milions d'euros menys que el 2021. Fins a l'abril, el Tresor ha emès 8.300 milions d'euros en bons, xifra que equival al 36% de les necessitats de finançament. El termini mitjà de les emissions se situa al voltant dels 13,5 anys, i el seu cost mitjà, en l'1,26%. El BCE continua sent un comprador important de deute públic, ja que, fins al final del 1T, ha comprat 2,8 milions d'euros. Fins al final d'enguany, estimem que el BCE comprarà entre 5 i 6 milions d'euros, xifra que equival gairebé al 20%-25% de les necessitats de finançament de l'any.

**La guerra agreuja el desequilibri extern**. En els dos primers mesos de l'any, el dèficit exterior va empitjorar en gairebé 810 milions d'euros, en relació amb el mateix període del 2020, fins als 1.023 milions d'euros. El deteriorament del dèficit de la balança de béns és el principal factor d'aquest empitjorament, a causa de l'augment de preus de les importacions, en especial de les energètiques. Malgrat que és insuficient per compensar l'empitjorament del dèficit de la balança de béns, la recuperació del turisme es va notar en la millora del superàvit de la balança turística, que s'aproxima al registrat en el mateix període del 2019. En efecte, al gener i al febrer, el saldo de la balança turística puja als 1.118 milions, només 100 milions menys que en els dos primers mesos del 2019. Per al conjunt de l'any, anticipem que el dèficit del compte corrent augmentarà fins al 2,2% del PIB (vegeu el Focus «A Portugal, la guerra a Ucraïna significa (també) el retorn del dèficit extern», a la nostra web).

**Els bancs preveuen un augment de la demanda de crèdit en el 2T**. Els bancs han relatat una major demanda per part de les pimes i una reducció en el cas de les grans empreses en el 1T. Al seu torn, la demanda dels particulars ha augmentat en el crèdit al consum i per a altres finalitats. De cara al 2T, els bancs esperen que augmenti la demanda per part de les pimes, en especial en el cas dels préstecs a curt termini, i també per part dels particulars, tant per a l'adquisició d'habitatge com per al consum. Pel que fa als criteris de concessió, els bancs han revelat criteris lleugerament menys restrictius en el cas del crèdit al consum i per a altres finalitats, i uns criteris estables en la resta dels segments de crèdit en el 1T d'enguany. De cara al 2T, els bancs anticipen criteris lleugerament més restrictius només per als préstecs a les pimes. El resultat d'aquesta enquesta fa preveure que el nivell d'endeutament podrà continuar augmentant. Al febrer, l'endeutament del sector privat no financer ascendia a 428,6 milions d'euros (280,3 milions d'empreses no financeres i 148,3 milions de particulars), 1,7 milions més que al final del 2021.

### *Portugal: necessitat de finançament de l'Estat*

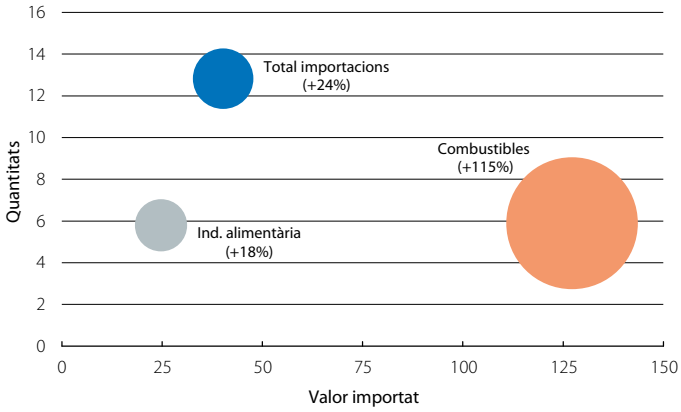
*(Milers de milions d'euros)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la IGCP, del VCE i dels PGE de Portugal 2022.*

### *Portugal: importacions de béns al gener-febrer del 2022*

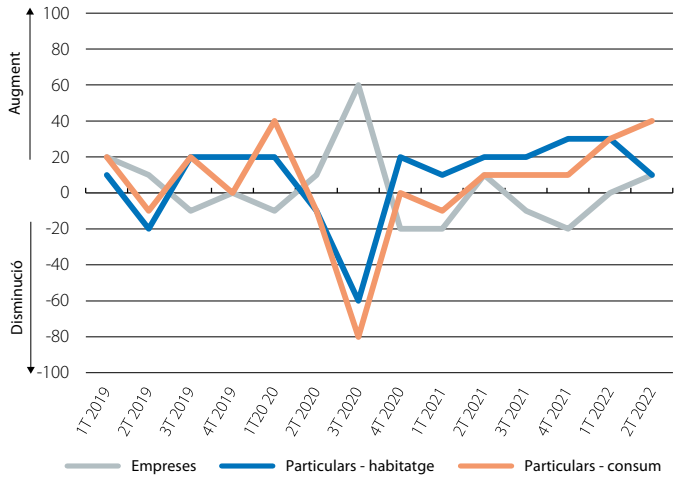
*Variació interanual (%)*




***Nota:*** *La dimensió dels cercles fa referència a la variació interanual del preu unitari de les importacions, la dada de les quals està entre parèntesis.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.*

### *Portugal: demanda de crèdit*

*Índex de difusió*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.*

## Indicadors d'activitat i ocupació

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 02/22 | 03/22 | 04/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Índex coincident d'activitat | –5,4 | 2,6 | 2,3 | 4,8 | 5,3 | 5,6 | 5,6 | 5,5 | ... |
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Índex de producció industrial | –6,9 | 4,5 | 25,0 | –4,7 | –1,5 | –2,3 | –4,1 | 0,5 | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | –15,8 | –5,7 | –5,0 | –1,5 | –2,7 | –1,2 | –0,5 | –1,6 | –1,6 |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Permisos de construcció - habitatge nou (nombre d'habitatges) | 0,7 | 12,6 | –28,7 | –0,9 | –7,2 | ... | 27,5 | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges | –11,2 | 20,5 | 58,2 | 22,1 | 17,2 | ... | – | – | – |
| Preu de l'habitatge *(euro / m² - taxació)* | 8,3 | 8,6 | 8,5 | 8,7 | 11,0 | 11,5 | 11,9 | 12,1 | ... |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers (*acum. 12 mesos*) | –76,2 | 52,0 | –74,2 | –38,7 | 52,0 | 259,0 | 175,9 | 259,0 | ... |
| Indicador de confiança als serveis *(valor)* | –21,6 | –2,9 | –9,9 | 5,5 | 11,9 | 9,5 | 9,1 | 8,8 | 14,6 |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | –3,0 | 4,9 | 16,5 | 3,1 | 7,3 | 12,7 | 17,2 | 10,0 | ... |
| Indicador coincident del consum privat | –6,2 | 4,3 | 4,4 | 7,0 | 6,6 | 5,1 | 5,2 | 4,5 | ... |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | –22,4 | –17,2 | –17,3 | –13,6 | –13,5 | –19,3 | –17,1 | –22,1 | –27,2 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Població ocupada | –1,9 | 2,8 | 4,5 | 4,7 | 3,1 | ... | 4,6 | 3,7 | ... |
| Taxa d'atur (*% de la població activa*) | 7,0 | 6,6 | 6,7 | 6,1 | 6,3 | ... | 5,6 | 5,7 | ... |
| **PIB** | **–8,4** | **4,9** | **16,5** | **4,4** | **5,9** | **11,9** | **–** | **–** | **–** |

## Preus

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 02/22 | 03/22 | 04/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| General | 0,0 | 1,3 | 0,8 | 1,5 | 2,4 | 4,3 | 4,2 | 5,3 | 7,2 |
| Subjacent | 0,0 | 0,8 | 0,2 | 0,9 | 1,5 | 3,1 | 3,2 | 3,8 | 5,0 |

## Sector exterior

*Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 02/22 | 03/22 | 04/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –10,3 | 18,2 | 9,5 | 13,4 | 18,2 | ... | 23,0 | ... | ... |
| Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)* | –14,8 | 21,4 | 1,8 | 10,3 | 21,4 | ... | 31,7 | ... | ... |
| **Saldo corrent** | **–2,1** | **–2,4** | **–1,6** | **–1,9** | **–2,4** | **...** | **–3,2** | **...** | **...** |
| Béns i serveis | –3,9 | –5,6 | –4,1 | –4,4 | –5,6 | ... | –6,5 | ... | ... |
| Rendes primàries i secundàries | 1,7 | 3,2 | 2,5 | 2,5 | 3,2 | ... | 3,3 | ... | ... |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **0,0** | **1,4** | **0,6** | **1,5** | **1,4** | **...** | **0,2** | **...** | **...** |

## Crèdit i dipòsits dels sectors no financers

*Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2020 | 2021 | 2T 2021 | 3T 2021 | 4T 2021 | 1T 2022 | 02/22 | 03/22 | 04/22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Dipòsits** [1] | | | | | | | | | |
| Dipòsits de llars i empreses | 10,0 | 9,3 | 8,6 | 8,7 | 9,3 | 8,9 | 8,3 | 8,9 | ... |
| A la vista i estalvi | 18,8 | 16,3 | 15,3 | 15,5 | 16,3 | 15,3 | 14,2 | 15,3 | ... |
| A termini i preavís | 1,2 | 1,2 | 1,0 | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 1,4 | 1,1 | ... |
| Dipòsits d'AP | –21,0 | –4,1 | –15,0 | –5,2 | –4,1 | 9,8 | –2,1 | 9,8 | ... |
| **TOTAL** | **8,9** | **9,0** | **7,7** | **8,2** | **9,0** | **8,9** | **8,0** | **8,9** | **...** |
| **Saldo viu de crèdit** [1] | | | | | | | | | |
| Sector privat | 4,6 | 2,9 | 4,4 | 4,2 | 2,9 | 2,8 | 2,7 | 2,8 | ... |
| Empreses no financeres | 10,5 | 2,2 | 7,2 | 5,8 | 2,2 | 1,2 | 1,6 | 1,2 | ... |
| Llars - habitatges | 2,1 | 3,3 | 2,6 | 3,3 | 3,3 | 3,0 | 2,9 | 3,0 | ... |
| Llars - altres finalitats | –1,1 | 3,1 | 3,0 | 3,2 | 3,1 | 6,4 | 4,7 | 6,4 | ... |
| Administracions públiques | –4,2 | 3,8 | 4,5 | 4,1 | 3,8 | 5,4 | 6,0 | 5,4 | ... |
| **TOTAL** | **4,2** | **2,9** | **4,4** | **4,2** | **2,9** | **2,9** | **2,8** | **2,9** | **...** |
| **Taxa de morositat** *(%)* [2] | **4,9** | **3,6** | **4,3** | **4,0** | **3,6** | **...** | **–** | **–** | **–** |

***Notes:*** *1. Residents a Portugal. Les variables de crèdit no inclouen titulitzacions. 2. Dada fi del període.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, Banc de Portugal i Refinitiv.*

# Inflació a l'alça, la seguiran els salaris?

En els últims mesos, hem presenciat un augment de la inflació fins a nivells històrics a les dues bandes de l'Atlàntic. A més a més, als EUA, l'augment dels preus ha anat acompanyat d'uns increments salarials també considerables, una dinàmica que preocupa pel perill de retroalimentació que comporta. A aquesta dinàmica s'uneix la pressió inflacionista que exerceix el conflicte bèl·lic entre Rússia i Ucraïna a través de l'alça dels preus energètics, d'una banda, i de l'efecte que la incertesa pot provocar en el procés de recuperació econòmica, sobretot a Europa, de l'altra. Un conjunt d'elements que, sens dubte, compliquen un procés de normalització monetària per part de la Fed i del BCE ja prou complex, després de les mesures ultraacomodatícies que van iniciar al març del 2020. De tots aquests elements, en aquest article, estudiarem els perills d'una possible espiral salaris-preus en el context actual.

### La pujada de la inflació: pandèmia i energia

Les taxes d'inflació als EUA i a la zona de l'euro s'han situat en nivells no vistos en les últimes dècades (en el 8,5% i en el 7,5%, respectivament, al març del 2022). Es tracta d'una situació provocada, en bona part, per una sèrie de desequilibris generats per la pandèmia. En concret, la reobertura de l'economia el 2021, unida a una demanda relativament sòlida, gràcies al suport de les polítiques econòmiques, s'ha trobat amb una oferta afeblida per les disrupcions associades a la COVID. Malgrat que aquest desequilibri entre l'oferta i la demanda s'hauria de reduir, gràcies a la millora del context sanitari, la veritat és que s'ha prolongat més del que s'esperava. A més a més, els nous tancaments a la Xina, arran dels rebrots recents, poden incrementar la tensió a les cadenes globals de subministrament i poden afectar l'oferta.

A aquesta situació d'elevada inflació també hi han contribuït les fortes pujades dels preus energètics als mercats globals des del 2021, a les quals van contribuir factors com les baixes reserves de gas a Europa mentre Rússia disminuïa la seva oferta al mercat *spot* de gas i l'augment de les importacions energètiques a la Xina pels problemes a les mines de carbó, que enguany s'han agreujat arran de la guerra a Ucraïna. Els mercats de futurs anticipen que la pressió sobre els preus de l'energia serà duradora.

### Salaris i inflació: una relació d'anada i tornada

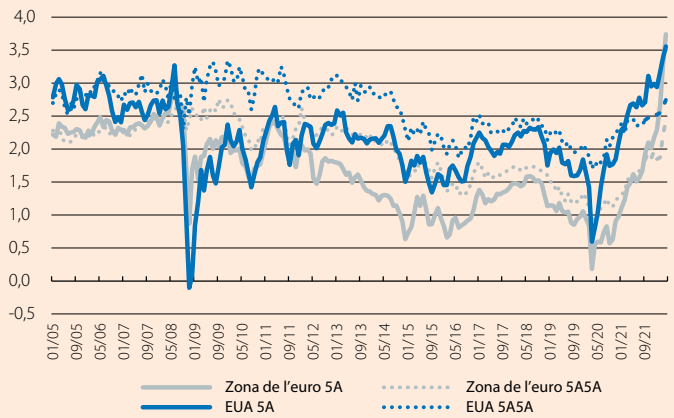
Amb aquestes elevades taxes d'inflació recents i amb la perspectiva d'una certa continuïtat al llarg d'enguany, una de les preocupacions actuals són els temuts «efectes de segona ronda». És a dir, els treballadors demanden salaris més alts amb la finalitat de mantenir el poder adquisitiu (davant els augments de preus passats i/o futurs). En el context actual, d'escassetat de subministraments i d'increments dels costos logístics i energètics, aquests increments salarials afegeixen pressió a uns marges empresarials més reduïts. D'aquesta manera, les empreses podrien acabar apujant els preus, la qual cosa, al seu torn, generaria noves demandes salarials i s'iniciaria una «espiral salaris-preus», com la viscuda durant la dècada dels setanta als EUA.

En aquesta relació d'anada i tornada entre els salaris i els preus, un dels elements clau és el de les expectatives d'inflació, perquè l'evolució esperada dels preus en el futur alimenta les demandes salarials. És per aquest motiu que els bancs centrals hi presten molta atenció i vetllen pel seu ancoratge (o estabilitat) en valors pròxims al seu objectiu d'inflació.

Què ha succeït amb les expectatives d'inflació en els últims mesos? Les expectatives d'inflació a molt llarg termini basades en instruments financers han augmentat, tant a la zona de l'euro com als EUA, però dins un interval encara raonable. Als EUA, les expectatives a més llarg termini (de cinc anys d'aquí a cinc anys) han passat de cotes al voltant del 2% al desembre del 2019 (abans de la pandèmia) a nivells al voltant del 2,7% al final d'abril del 2022. A la zona de l'euro, la pujada ha estat major, de l'1,3% al 2,4% en el mateix període de temps. De tota manera, malgrat que han augmentat, podem dir que s'han mostrat relativament ben ancorades (vegeu el panell esquerre del primer gràfic).

***EUA i zona de l'euro: expectatives d'inflació a llarg termini***

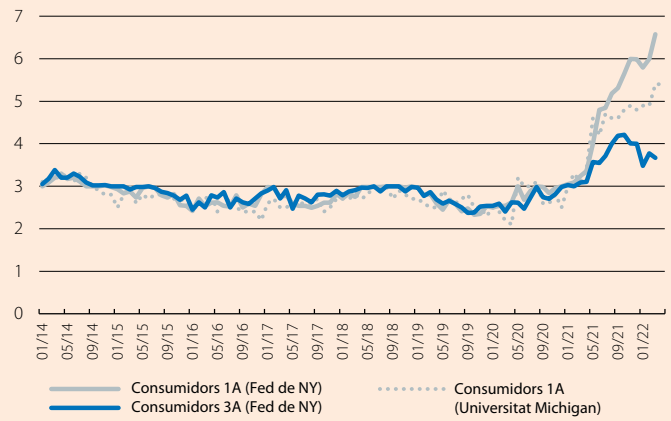
*(%)*




***Nota:*** *Expectatives basades en instruments financers a 5 anys (5A) i a 5 anys d'aquí a 5 anys (5A5A).*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

***EUA: expectatives d'inflació del consumidor (a 1 any i a 3 anys)***

*(%)*



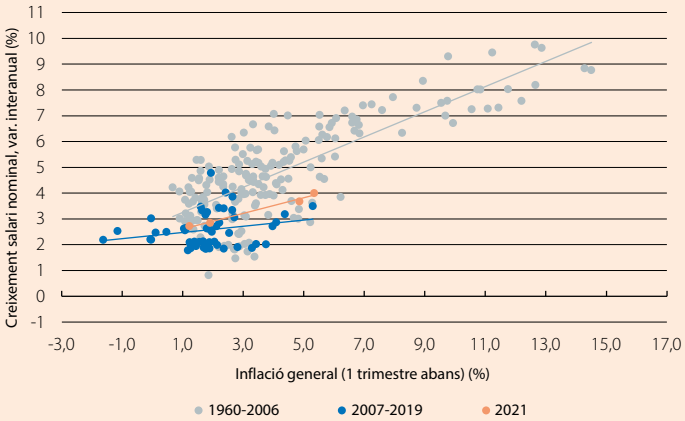

***Notes:*** *Expectatives basades en enquestes als consumidors. El que esperen en 1 any (1A) i el que esperen en 3 anys (3A).*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed i de la Universitat de Michigan, via Refinitiv.*

No obstant això, les expectatives basades en les enquestes als consumidors (molt rellevants quan ens preguntem sobre les espirals salaris-preus) sí que s'han incrementat de forma més substancial, tot i que ho han fet més les de curt termini (el que s'espera a 1 any) que les de mitjà termini (el que s'espera a 3 anys), la qual cosa proporciona una certa tranquil·litat (si més no de moment). En concret, en el cas nord-americà, on disposem d'enquestes que pregunten als consumidors en aquests dos intervals de temps, tenim que, al final del 2019, a 1 any vista i a 3 anys vista, les dues respostes se situaven al voltant del 2,5%, mentre que, en l'actualitat, a 1 any vista, les expectatives se situen una mica per damunt del 6,5% i, a 3 anys vista, una mica per damunt del 3,5% (vegeu el panell dret del primer gràfic). A la zona de l'euro, les enquestes als consumidors de la Comissió Europea només pregunten a 1 any vista, i, en aquest cas, el valor mitjà ha passat del 4,5% en el 4T 2019 a valors propers al 9% en el 1T 2022. Aquest augment en les expectatives a curt termini és degut al fet que estan més vinculades als esdeveniments actuals (com, per exemple, els colls d'ampolla o la crisi d'Ucraïna). En canvi, les expectatives a mitjà termini solen estar més vinculades a la credibilitat dels bancs centrals i a la seva capacitat de complir els seus objectius.

**Salaris i inflació: elements de més i de menys**

L'evolució recent de la inflació i les seves expectatives no són els únics elements en què cal fixar-se per analitzar els riscos actuals dels efectes de segona ronda. Hi ha altres factors que també juguen un paper important. En primer lloc, en les últimes dècades, la relació entre els salaris nominals i els preus (o les expectatives de preus) s'ha afeblit a causa de fenòmens com la globalització, la tecnologia i un descens del pes de treballadors en sectors amb més presència sindical, que han disminuït el poder de negociació dels treballadors (vegeu el segon gràfic). Així mateix, d'un temps ençà, l'alentiment en la productivitat laboral als països avançats també explica l'afebliment de la relació preus-salaris. Alguns d'aquests elements, com l'alentiment en el procés globalitzador (o, fins i tot, una certa reversió) o un augment del pes sindical en un país com els EUA, poden tornar a enfortir la relació salaris-preus. Altres elements, com els nous avanços tecnològics emmarcats en la Revolució Industrial 4.0, continuaran pesant en el seu afebliment.

***EUA: creixement salarial nominal* versus *inflació***




***Notes:*** *Dades trimestrals. Dades històriques de salaris nominals a partir de compensació d'empleats i total d'empleats. A partir del 2007 i fins al 2019, dades de salaris del BLS. Les dades del 2021 corresponen a l'índex del cost de l'ocupació, amb una composició de l'ocupació constant. La inflació correspon a l'índex IPC. Les línies corresponen a la relació lineal de les dues variables en els diferents períodes temporals.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del BLS i del BEA, via Refinitiv.*

D'altra banda, és rellevant diferenciar entre el que succeeix a Europa i el que succeeix als EUA. I és que els majors increments salarials nominals plantejats fins al moment als països avançats han estat força circumscrits als EUA. A la zona de l'euro, els costos salarials per hora en el 4T 2021 van augmentar l'1,9% interanual (a la UE, amb prou feines van superar el 2% i, a Espanya, van augmentar l'1,2%), i les negociacions col·lectives salarials més recents no mostren increments substancials (del 2,4%, per exemple, en el cas d'Espanya al març, dada que combina les noves negociacions i l'aplicació de convenis ja negociats). Mentrestant, als EUA, els salaris van avançar el 5,6% interanual al març del 2022, segons l'enquesta d'establiments de l'Oficina d'Estadística Laboral nord-americana (la BLS). Aquestes diferències reflecteixen que el mercat laboral als EUA es troba tensionat arran de la rigidesa en l'oferta laboral viscuda en els últims mesos, un fenomen poc freqüent en un mercat tan eficient com el nord-americà i que no s'ha donat a la majoria dels països europeus.[1]

Malgrat tot, fins i tot en el cas nord-americà, les xifres han de ser preses amb cautela. I és que algunes de les enquestes salarials es veuen àmpliament afectades quan hi ha entrades (i sortides) importants de treballadors, una situació comuna durant la pandèmia. Per evitar aquesta variabilitat, la BLS mateixa elabora, des de fa alguns anys, un índex del cost de l'ocupació que manté constant la composició de la força laboral, la qual cosa proporciona una imatge més fidedigna de l'evolució dels salaris. Segons aquest índex, tot i que la taxa de creixement d'aquesta mesura salarial s'ha incrementat, se situa en cotes una mica més contingudes que les que mostren altres indicadors salarials, al voltant del 4% al final del 2021.

Malgrat els augments més recents, en termes reals, la compensació dels treballadors nord-americans se situa per sota dels nivells pre-COVID i és gairebé el 3% inferior a la que s'hauria registrat si hagués seguit la tendència de creixement prèvia a la pandèmia. Així mateix, des de la dècada dels vuitanta, el salari real dels treballadors nord-americans en les rendes baixes i mitjanes-baixes amb prou feines ha augmentat.[2] De fet, també en els últims anys, les millores salarials en termes reals de molts treballadors a Europa, com a Itàlia, a Espanya o a Portugal, han estat nul·les.[3]

En definitiva, en un context en què les empreses estan patint una disminució dels marges, arran del xoc energètic i de les disrupcions en les cadenes globals de subministrament, i en què els treballadors s'han vist afectats per les elevades taxes d'inflació recents, així com per fenòmens més estructurals que han moderat les seves millores salarials en els últims anys, és necessari un pacte de rendes equilibrat. Però no va ser senzill harmonitzar les preferències de tots els agents involucrats quan encara estem lluny de recuperar la normalitat després de l'acumulació de xocs dels dos darrers anys.

*Clàudia Canals*

1. Vegeu el Focus «La Gran Renúncia: canvi de paradigma al mercat laboral nord-americà?», a l'IM02/2022.
2. Vegeu Donovan, S. A. i Bradley, D. H. (2019), «Real Wage Trends, 1979–2018», Washington DC: Congressional Research Service.
3. En el cas d'Itàlia i d'Espanya, els salaris reals van disminuir entre el 2000 i el 2020 (segons dades de l'OCDE: https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=AV_AN_WAGE&lang=en).

# L'evolució salarial: una preocupació més per al BCE?

Les dinàmiques salarials són una variable molt important per a la política monetària del BCE. No en va, el mandat del BCE és garantir l'estabilitat de preus, i els salaris són un factor clau de la inflació: a mitjà termini, els salaris afecten l'evolució dels preus, tant pel costat de l'oferta (perquè l'increment dels salaris encareix els costos dels béns i dels serveis) com pel de la demanda (ja que, quan els salaris pugen, augmenta la demanda de béns i de serveis i, per tant, el seu preu).

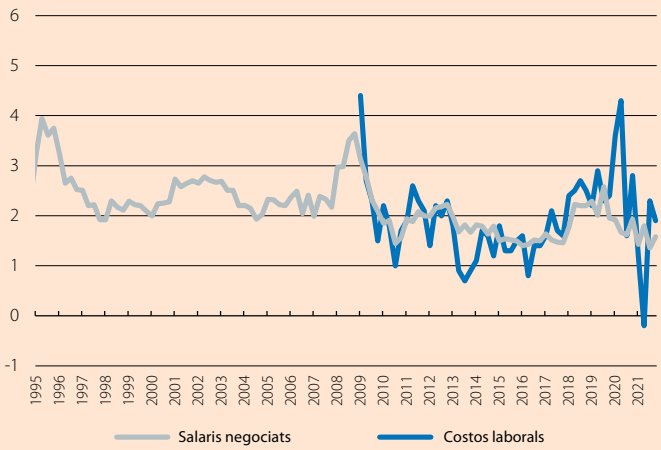
En el context actual d'elevada inflació per l'encariment energètic, una de les grans preguntes és si l'augment dels preus es traslladarà als salaris. Si es produïssin augments salarials poc sostenibles es podrien retroalimentar amb la inflació, la qual cosa seria una font addicional de preocupació per al BCE. *A priori*, els efectes de segona ronda (trasllat de la inflació a increments salarials) són menys probables en un context d'inflació provocada per un xoc energètic en un món globalitzat com el nostre, perquè redueix els marges empresarials i les empreses tenen menys capacitat d'augmentar els preus i els salaris. Així, cal preguntar-se com s'estan comportant les dinàmiques salarials a la zona de l'euro i quina podria ser la seva evolució futura.

### Els salaris, ara com ara, estan continguts

A la zona de l'euro, observar l'evolució dels salaris és una tasca una mica més complicada que en altres economies avançades. El principal problema al qual ens enfrontem és el retard en la publicació de les dades. Mentre que, als EUA, per exemple, l'evolució dels salaris per hora es publica mensualment el primer divendres del mes següent al qual fa referència, a la zona de l'euro, l'indicador trimestral de costos laborals d'Eurostat es publica dos mesos i mig després del tancament del trimestre. Així, a l'hora de publicar aquest article, l'última dada disponible d'aquesta sèrie és la del 4T 2021.[1]

***Zona de l'euro: evolució dels salaris i dels costos laborals***

*Variació interanual (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i d'Eurostat.*

Tenint això en compte, podem observar al primer gràfic que el creixement interanual dels salaris en el 4T 2021 va ser de l'1,6%. Es tracta d'un nivell contingut; serveixi de referència el criteri de Phillip Lane, economista en cap del BCE, segons el qual un creixement salarial del 3,0% és el que seria coherent amb un nivell d'inflació a mitjà termini del 2,0%, l'objectiu precisament del BCE.[2] Aquest menor dinamisme en els salaris en comparació amb el dels EUA (el +5,6% interanual al març) és degut, entre altres factors, als mecanismes de preservació dels llocs de treball implementats durant la pandèmia a la zona de l'euro (com, per exemple, els ERTO). Mentre que aquestes mesures van ser molt positives per mantenir l'ocupació i evitar reduccions dràstiques dels ingressos de les llars, no van permetre als treballadors, en el moment de la reobertura, gaudir dels augments salarials que habitualment acompanyen els canvis de feina.[3]

### La inflació alta i la taxa d'atur baixa podrien empènyer a l'alça els salaris

Els salaris es troben encara en nivells continguts, però com evolucionaran en el futur? Per respondre aquesta pregunta, analitzem la seva relació amb els principals factors que els determinen: la taxa d'atur, les expectatives d'inflació i la inflació passada.[4]

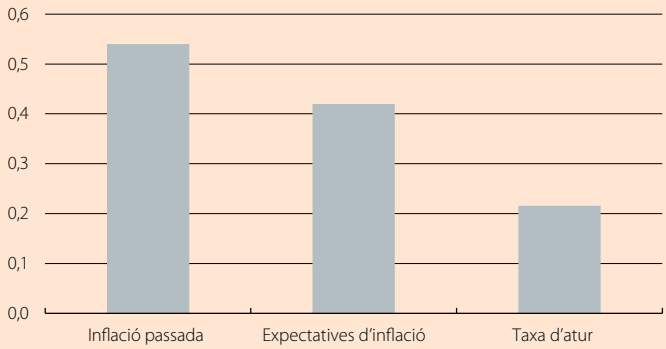
L'augment de la inflació que s'observa des del final del 2021 i l'alça de les expectatives d'inflació a mitjà termini podrien contribuir a una evolució salarial més dinàmica en els pròxims trimestres (cal tenir en compte que el trasllat de l'augment dels preus als salaris no és immediat, ja que hi ha un període d'ajust).

1. Una altra qüestió rellevant que cal considerar és l'heterogeneïtat entre països, perquè, a la UE, el mercat laboral no està tan integrat com als EUA, i s'observen clares diferències entre països, tant en l'evolució de la taxa d'atur com dels salaris.
2. En aquest sentit, el BCE assegura des del juliol de l'any passat que no apujarà els tipus d'interès fins que no projecti una inflació del 2% en l'últim any del seu horitzó de projeccions, en l'actualitat el 2024. Tot i que per poc –ara com ara, aquest no és el cas–, perquè la institució situa la inflació en l'1,9% el 2024.
3. L'OCDE situa els augments salarials dels treballadors dels EUA que van canviar de feina quatre vegades per damunt del nivell dels treballadors que es van mantenir en els seus llocs de treball. Vegeu Causa, O. *et al.* (2021), «Labour market transitions across OECD countries: Stylised facts», OECD Economics Department Working Papers, núm. 1.692, OECD Publishing, París.
4. Hi ha molts altres elements que determinen els salaris, com la globalització o el disseny institucional, però, per als pròxims càlculs, d'acord amb el realitzat per l'FMI, ens centrarem en els més clàssics. Vegeu «Chapter 2: Recent Wage Dynamics in Advanced Economies: Drivers and Implications», World Economic Outlook, octubre del 2017.

Les perspectives d'inflació també són un risc alcista per als salaris: preveiem que la inflació es mantindrà en cotes elevades a la zona de l'euro durant els trimestres centrals de l'any, tot i que de forma gradual s'hauria de moderar (fins i tot, en un escenari en què els preus energètics es mantinguessin en els nivells actuals, eventualment la taxa d'inflació interanual cauria pels efectes de base). Segons la relació històrica entre la inflació i els salaris, si la inflació mitjana el 2021 i el 2022 se situés al voltant del 4,7% (mitjana coherent amb les nostres previsions d'inflació actuals), això implicaria un creixement salarial en termes interanuals 0,54 p. p. superior el 2023 en relació amb els que observaríem amb una inflació mitjana del 2% entre el 2021 i el 2022. Així mateix, si suposem que aquesta major inflació desancora les expectatives d'inflació a mitjà termini, augmentant-les, suposem, en 1,5 p. p. fins al 3,5%, el creixement salarial el 2023 seria 0,42 p. p. superior en relació amb unes expectatives degudament ancorades en el 2%. Sumant els dos efectes, els augments salarials el 2023 serien aproximadament 1 p. p. superiors al nivell que assolirien en una situació d'inflació controlada i amb les expectatives ancorades en el 2%.

***Zona de l'euro: contribucions a l'augment del creixement salarial el 2023 ****

*(p. p.)*




***Notes:*** ** Estimem un model de regressió múltiple on la variable dependent és l'evolució salarial i les variables explicatives són la productivitat laboral, la inflació passada, les expectatives d'inflació i la taxa d'atur. Calculem l'efecte d'una inflació al 4,7% de mitjana entre el 2021 i el 2022 en lloc del 2%; d'un desancoratge de les expectatives d'inflació a mitjà termini en el 3,5%, en lloc del 2%, i d'una taxa d'atur el 2022 en el 6,5%, en lloc de la mitjana del 2021 (el 7,7%).*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de CaixaBank.*

Per la seva banda, la taxa d'atur pot exercir més pressió sobre els salaris, ja que es trobar en nivells històricament baixos (el 6,8% al febrer del 2022, és a dir, 2,6 p. p. per sota de la seva mitjana històrica), gràcies a la ràpida recuperació del mercat laboral.[5] Així i tot, l'evolució del mercat laboral a la zona de l'euro el 2022 és incerta i dependrà, en bona part, de la durada de la guerra a Ucraïna i de l'impacte econòmic de les sancions, en especial sobre les economies més dependents del gas rus (com Alemanya i, en menor mesura, Itàlia).

En resum, segons les dades disponibles, les dinàmiques salarials no eren, al final del 2021, un motiu addicional de preocupació per al BCE, ja que se situaven clarament per sota del 3%. De fet, l'evolució continguda dels salaris en l'últim any és un dels motius pels quals el BCE no ha apujat els tipus, malgrat l'elevada inflació; en efecte, les projeccions d'inflació a mitjà termini s'han situat, fins ara, per sota del 2,0%. No obstant això, l'escenari està canviant. D'una banda, recentment, el BCE ha fet un gir en la seva comunicació i ha destacat que les expectatives d'inflació se situen ja per damunt del 2%, de manera que és probable que apugi tipus ja enguany, per evitar un desancoratge d'aquestes expectatives. D'altra banda, els augments salarials que probablement observarem (tenint en compte l'elevada inflació i una taxa d'atur en nivells històricament baixos) haurien de comportar una inflació a mitjà termini pròxima al 2%, que permeti al BCE apujar de manera gradual els tipus d'interès. D'aquesta manera, s'albira com a probable el final de les compres netes d'actius en el 3T i la primera pujada dels tipus d'interès ja el 2022. Aquesta i les següents alces de tipus haurien d'evitar que les elevades taxes d'inflació actuals es cronifiquin, tant a través de les expectatives d'inflació com de dinàmiques salarials insostenibles.

*Màxim Ventura Bolet i Ricard Murillo Gili*

5. Si la taxa d'atur mantingués la tendència descendent el 2022 i la mitjana de l'any se situés en el 6,5%, segons les nostres estimacions, el creixement salarial en termes interanuals seria 0,21 p. p. superior el 2023 al que observaríem amb una taxa d'atur com la del 2021 (7,7%).

# La relació entre la inflació i els salaris a Espanya: existeix, però els matisos són importants

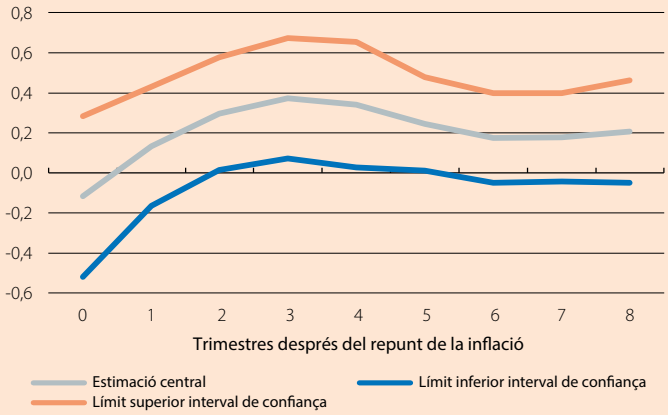
En el context actual d'elevada inflació, és ineludible preguntar-se pel seu impacte sobre les dinàmiques salarials. Per emmarcar aquesta qüestió tan candent i per disposar de prou elements per valorar-la, és imprescindible analitzar com ha estat històricament la relació entre els preus i els salaris.

## Salaris i inflació: els salaris triguen alguns mesos a reaccionar als augments dels preus

Analitzem, per començar, quant triguen els salaris a reaccionar als repunts en els preus a Espanya. Per fer-ho, estudiem el comportament, des del 2001, del creixement interanual del cost salarial per treballador en funció de l'evolució de la inflació subjacent. Tot això tenint en compte altres factors rellevants que ajuden a explicar les dinàmiques salarials: el creixement de la productivitat, l'evolució del mercat de treball i les polítiques laborals.

***Espanya: reacció històrica del creixement interanual del cost salarial a un augment de la inflació subjacent d'1 p. p.***

*(p. p.)*




***Notes:*** *Aquestes estimacions s'obtenen a partir d'un model de regressió lineal múltiple de la variació interanual del cost salarial en què, a més de la inflació subjacent (actual o retardada), s'inclou la taxa d'atur, una variable binària igual a 1 a partir del 2T 2012, per tenir en compte els efectes de la reforma laboral, i la mitjana mòbil de 5 anys de la mitjana del creixement de la productivitat laboral. Dades històriques trimestrals des del 2001. El cost salarial està desestacionalitzat i correspon a la sèrie de l'INE.*
***Font:*** *CaixaBank Research.*

Els resultats (vegeu el primer gràfic) confirmen que, si es produeix un repunt en la inflació (ja sigui la general o la subjacent, la qual exclou l'energia i els aliments no elaborats), aquest increment no es reflecteix de forma immediata en un augment dels costos salarials. En altres paraules, hi ha un període d'ajust fins que les pressions inflacionistes comencen a aflorar en les dinàmiques salarials.

Quant sol durar el període d'ajust? Segons ens revelen les dades, mig any. A partir de llavors, els salaris comencen a reaccionar davant un repunt de la inflació. I cal esperar entre nou mesos i un any des que augmenta la inflació perquè l'impacte sobre els salaris es pugui observar en tota la seva magnitud (al primer gràfic s'observa que els períodes on l'impacte és més elevat tenen lloc tres trimestres i un any després del repunt de la inflació). En concret, segons l'evidència històrica, un increment de la inflació subjacent d'1 p. p. comportaria un augment de la variació interanual dels costos salarials lleugerament inferior a 0,4 p. p. un any després. A partir de l'any, la magnitud comença a decréixer, i, al cap d'un any i mig des del repunt de la inflació, ja no s'observa cap mena d'impacte.[1]

Un altre fet interessant és que els salaris reaccionen amb més força (aproximadament el doble, un any després del repunt dels preus) a un augment de la inflació subjacent que a un augment de similar magnitud de la inflació general. Això confirma la importància de la inflació subjacent a l'hora de seguir les dinàmiques salarials (no en va, la subjacent és la mètrica clau en política monetària que monitoren els principals bancs centrals).

## Dinàmiques al llarg del temps: una relació vinguda a menys

Ara que ja tenim una idea més precisa del grau de relació entre els preus i els salaris, és pertinent analitzar com ha variat aquesta relació al llarg del temps a Espanya. S'ha afeblit o, en canvi, s'ha intensificat? El segon gràfic ens ofereix la resposta: la correlació entre la inflació subjacent i els augments salarials pactats en els convenis col·lectius s'ha anat afeblint de forma gradual al llarg dels últims anys.[2]

Una anàlisi més detallada confirma aquesta primera evidència visual: l'impacte de la inflació sobre els costos salarials era més elevat en el període 2001-2011–durant aquest període, un repunt de la inflació subjacent d'1,0 p. p. comportaria, de mitjana, un any després, un augment de la variació interanual dels costos salarials de més de 0,5 p. p.–, mentre que, a partir del 2012, l'impac-

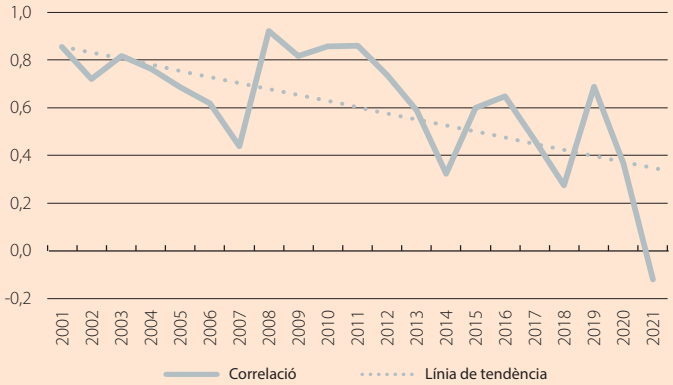
1. Tot i que el coeficient al cap d'un any i mig és positiu, en observar l'interval de confiança, concloem que no és estadísticament significatiu.
2. En particular, aquestes dues variables tenien una correlació del 0,85 entre el 2000 i el 2012 i del 0,13 a partir del 2012.

te és més modest. Aquesta dada convida a pensar que alguns elements estructurals, com, per exemple, la globalització, el canvi tecnològic, el final de la presència de la indexació automàtica en els convenis col·lectius o la reforma laboral del 2012, han contribuït a afeblir el canal de transmissió de les pujades de preus als salaris. Un altre factor rellevant és el gran augment de la taxa d'atur en els anys posteriors a la Gran Recessió, que es va situar en nivells clarament superiors als dels anys previs a la Gran Recessió.

En definitiva, a partir de l'evidència històrica, concloem que les pressions inflacionistes sí que es traslladen als salaris, tot i que hi ha un període d'ajust pròxim a un any fins que això succeeix. Aquesta relació, a més a més, ha estat molt moderada en els 10 últims anys.

***Espanya: relació al llarg del temps entre la inflació subjacent i les alces salarials en convenis***

*Nivell (entre –1 i +1)*




***Notes:*** *L'índex de correlació entre dues variables pren valors entre –1 i +1 i mesura el seu grau de relació lineal; una correlació d'1 correspon a una relació lineal positiva perfecta i una correlació de 0 correspon a una relació lineal nul·la. Correlació mòbil dels 5 últims anys entre la inflació subjacent i les alces salarials en convenis amb efectes econòmics.*
***Font:*** *CaixaBank Research.*

Què ens diuen aquests resultats en el context actual? D'una banda, que no és tan estrany que la inflació elevada no s'hagi reflectit encara en efectes de segona ronda (al març, última dada disponible, la pujada salarial en convenis col·lectius va ser del 2,4% interanual, mentre que la inflació general es va situar a l'abril en el 8,4%, i la subjacent, en el 4,4%). De l'altra, que cal esperar que les pressions inflacionistes actuals sí que tinguin un impacte sobre els salaris, tot i que no hauria de ser tan intens com el que s'hauria produït al mercat laboral espanyol del començament de segle si s'hagués registrat una inflació similar.

En qualsevol cas, aquestes relacions històriques són útils per emmarcar el context actual, però, al mateix temps, cal assenyalar que la situació que vivim és excepcional per la intensificació de l'encariment energètic arran de la guerra a Ucraïna i per la seva filtració cap a una bona part de la cistella de consum. En aquesta situació excepcional, serà clau el pacte de rendes que estan negociant els agents socials, ja que, en bona mesura, determinarà l'evolució dels salaris en els propers anys.

*Javier Garcia-Arenas i Eduard Llorens i Jimeno*

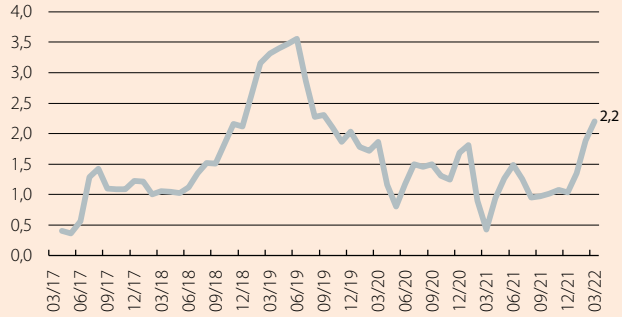
# Dinàmiques salarials a Espanya: què ens diu l'indicador de salaris de CaixaBank Research?

En el context actual d'elevades pressions inflacionistes, preocupa que els efectes de segona ronda condueixin a una espiral de salaris-preus que es retroalimenti. Per analitzar l'evolució dels salaris a Espanya, des de CaixaBank Research, hem desenvolupat un indicador a temps real a partir de les nòmines que es cobren als comptes de CaixaBank.[1] Aquest indicador permet obtenir una informació molt actualitzada de les dinàmiques salarials i amb un gran nivell de granularitat a nivell geogràfic i sectorial. És, per tant, un indicador que ofereix informació útil no disponible fins ara i que pot complementar altres fonts de dades d'ingressos salarials.

L'indicador d'ingressos salarials de CaixaBank Research correspon a la mitjana de la variació interanual de la nòmina mensual, que es calcula de forma totalment anonimitzada. Aquesta nòmina mensual correspon als ingressos salarials nets percebuts durant el mes.[2,3,4]

***Espanya: indicador de salaris de CaixaBank Research***

*Variació interanual (%)*

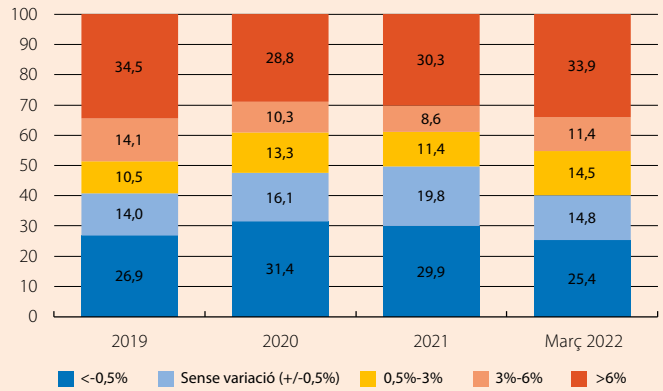



***Notes:*** *L'indicador de salaris de CaixaBank Research correspon a la mitjana de la variació interanual de la nòmina mensual, que es calcula client a client. Es consideren tots els clients amb nòmina present en el mes anterior com a criteri d'estabilització. Dades en termes nominals (no deflactat). L'indicador correspon a la mitjana mòbil de 2 mesos.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

Segons aquest indicador intern, al març del 2022, els salaris a Espanya van augmentar el 2,2% interanual, un increment similar a l'experimentat abans de la pandèmia (el +2,1% interanual de mitjana el 2018 i el 2019) i superior al del 2020 i el 2021 (vegeu el primer gràfic). Així, les nòmines dels treballadors han experimentat, des de l'estiu passat, una tendència progressiva de millora, amb creixements moderats que deixen enrere les contencions experimentades durant la pandèmia.

***Espanya: variació interanual de la nòmina mensual***

*Proporció (%)*




***Notes:*** *La variació interanual de la nòmina mensual es calcula client a client i requereix, per tant, que el client estigui treballant en el mateix mes de l'any anterior. Es consideren tots els clients amb nòmina present en el mes anterior com a criteri d'estabilització. Dades en termes nominals (no deflactat).*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

Una mesura complementària per analitzar l'evolució dels salaris correspon a la proporció de nòmines que experimenten augments i caigudes (vegeu el segon gràfic). Aquest «termòmetre dels salaris» mostra que la proporció de treballadors amb nòmines que van augmentar més del 3% al març del 2022 (el 45,3% del total) va ser inferior a l'anterior a la pandèmia (el 48,6%). Si ens fixem en el percentatge de treballadors que van experimentar augments salarials superiors al 0,5%, s'observa que la proporció al març del 2022 (el 59,8%) ja va ser una mica superior a la del 2019 (el 59,1%).

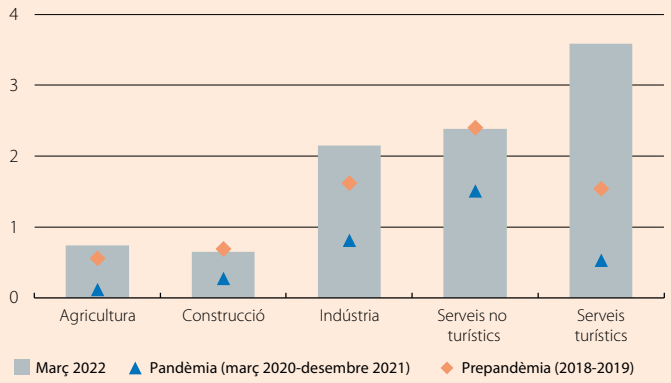
## Dinàmiques salarials per sectors i per regions

Les dinàmiques salarials no són homogènies si diferenciem pel tipus d'ocupador (en concret, entre el sector públic i el sector privat). Les nòmines dels assalariats del sector públic van avançar el 2,4% interanual al març del 2022, una mica per sota de l'avanç que van experimentar abans de la pandèmia (el 2,8% el 2018-2019), però lleugerament per damunt de l'avanç dels salaris al sector privat. Per a aquests últims, el creixement de les nòmines va assolir el 2,1% interanual al març del 2022, ja per damunt del ritme mitjà del 2018-2019 (l'1,7%).

1. Aquest indicador forma part d'un conjunt d'indicadors per al seguiment de l'economia en temps real, de pròxima publicació.
2. Les nòmines s'identifiquen com un tipus de transferència específica dins els moviments bancaris dels clients de CaixaBank (completament anonimitzats) i estan en termes nominals (no deflactat). Es consideren tots els clients amb nòmina present en el mes anterior com a criteri d'estabilització. L'indicador correspon a la mitjana mòbil de dos mesos. Per a més detalls, vegeu la nota metodològica, de pròxima publicació.
3. La distribució de nòmines és molt similar a la distribució salarial observada a l'enquesta d'estructura salarial per a l'any 2018 (últim any amb microdades disponibles de l'enquesta), com s'analitza a Aspachs, O., Durante, R., Graziano, A., Mestres, J., Reynal-Querol, M. *et al.* (2021), «Tracking the impact of COVID-19 on economic inequality at high frequency», PLOS ONE, 16(3), e0249121. https://doi.org/10.1371/journal.pone.0249121.
4. Un indicador similar és el Wage Growth Tracker de la Fed d'Atlanta. Aquest indicador mesura el creixement salarial nominal dels treballadors observat amb 12 mesos de diferència a partir de dades de la Current Population Survey (CPS). https://www.atlantafed.org/chcs/wage-growth-tracker.

### *Espanya: evolució salarial en diferents sectors productius*

*Variació interanual (%)*




***Notes:*** *L'indicador de salaris de CaixaBank Research correspon a la mitjana de la variació interanual de la nòmina mensual, que es calcula client a client. Els sectors d'activitat estan definits a partir dels sectors CNAE: Agricultura (secció CNAE A), Indústria (B-E), Construcció (F), Serveis turístics (CNAE a dos dígits 49-51, 55, 56, 77, 79, 90, 91, 93), Serveis no turístics (seccions G a J i L a O, sense els inclosos en els serveis turístics). Les activitats financeres i d'assegurances (secció K) estan excloses, atesa la falta de representativitat de la mostra de dades internes de CaixaBank per a aquest sector. L'indicador correspon a la mitjana mòbil de 2 mesos.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

Les dinàmiques salarials són també diferents en funció del sector econòmic. Els salaris van avançar el 2,4% interanual al març als serveis no turístics i el 2,1% a la indústria, mentre que van més endarrerits a la construcció (el 0,7%) o a l'agricultura (el 0,7%) (vegeu el tercer gràfic). Podem concloure que, en tots aquests sectors, els salaris estan recuperant un cert dinamisme després dels anys de pandèmia, amb increments salarials força similars als del 2018-2019. En canvi, per al sector dels serveis turístics, que inclou el comerç i l'hoteleria, les nòmines van augmentar el 3,6% interanual al març del 2022, un ritme superior al del 2018-2019, que reflecteix la recuperació del sector després dels dos anys de pandèmia, durant els quals van estar molt afectats per les restriccions a l'activitat.

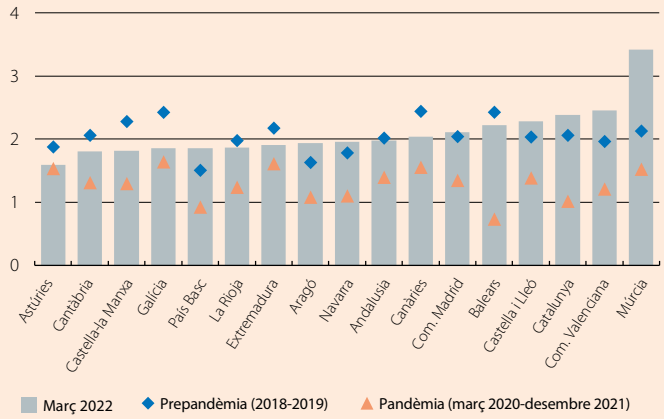
Per comunitats autònomes (CA), al març del 2022, es van observar avanços dels salaris entre l'1,9% i el 2,4% interanual a la majoria de comunitats (vegeu el quart gràfic). Així mateix, a totes les CA es va produir un major dinamisme en el creixement salarial que durant la pandèmia. Així i tot, hi ha clares diferències entre regions. Astúries (l'1,6% interanual), Cantàbria (l'1,8%) i Castella-la Manxa (l'1,8%) van registrar els menors avanços dels salaris. A Catalunya i a la Comunitat Valenciana, es van registrar majors avanços salarials (el 2,4% i el 2,5%, respectivament), una dinàmica coherent, ja que, precisament, aquestes comunitats mostren un grau de recuperació de l'activitat econòmica per damunt de la mitjana nacional.

En conclusió, ara com ara, no s'observen fortes pressions salarials a Espanya, ni en general, ni diferenciant per sectors o per regions. No obstant això, les pressions inflacionistes i l'impacte desigual de la guerra d'Ucraïna sobre els diferents sectors d'activitat podrien canviar aquesta situació en els pròxims mesos.[5] Des de CaixaBank Research, analitzarem l'evolució salarial mes a mes per mostrar amb urgència el que està succeint al nostre mercat laboral.

*Josep Mestres Domènech*

### *Espanya: evolució salarial per comunitats autònomes*

*Variació interanual (%)*




***Notes:*** *L'indicador de salaris de CaixaBank Research correspon a la mitjana de la variació interanual de la nòmina mensual, que es calcula client a client. Es consideren tots els clients amb nòmina present en el mes anterior com a criteri d'estabilització. Dades en termes nominals (no deflactat). L'indicador correspon a la mitjana mòbil de 2 mesos.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.*

5. Vegeu el Focus «Quins són els sectors més afectats pel conflicte d'Ucraïna?», a l'IM04/2022.

**Mitjançant els nostres estudis, contribuïm a estimular el debat i l'intercanvi d'opinions entre tots els sectors de la societat, i afavorir la divulgació dels temes clau de l'entorn socioeconòmic del nostre temps. Tant l'*Informe Mensual* com la resta de publicacions de CaixaBank Research estan disponibles a: www.caixabankresearch.com**

# Et recomanem:

## Notes Breus d'Actualitat Econòmica i Financera

Valoració dels principals indicadors macroeconòmics d'Espanya, Portugal, la zona de l'euro, EUA i la Xina, i de les reunions del Banc Central Europeu i de la Reserva Federal.

## Monitor COVID-19

Informe setmanal de l'evolució de la COVID-19 i de la campanya de vacunació a Espanya i el món: incidència acumulada, pressió hospitalària, nous casos i morts, contagis per edat, ritme de vacunació.

## Informe de la Indústria manufacturera 2022

L'esclat de la guerra a Ucraïna ha intensificat alguns dels llastos que ja va patir el sector el 2021. En aquest número, analitzem els sectors més afectats pel xoc energètic, el futur de les cadenes de valor globals i la puixança del sector farmacèutic espanyol.

## Informe Agroalimentari 1S 2022

Juntament amb la situació i perspectives del sector agroalimentari en el context de la guerra d'Ucraïna, analitzem la importància de la gestió sostenible dels recursos hídrics i el valor del sector oleícola a Espanya.

## Informe de Turisme 1S 2022

Gràcies a l'intens procés de recuperació que va experimentar el sector turístic a l'estiu, els indicadors d'activitat turística publicats fins al mes de desembre no mostraven senyals d'esgotament. No obstant això, aquesta bona tendència ha d'afrontar de nou una nova onada de contagis.

## Informe Immobiliari 1S 2022

Després del xoc inicial per l'esclat de la crisi sanitària, el sector immobiliari s'ha recuperat en temps rècord i s'espera que mantingui el vigor els propers mesos, malgrat els reptes a què s'enfronta l'economia.

Segueix-nos a: www.caixabankresearch.com @CABK_Research Newsletter CaixaBank

L'*Informe Mensual* és una publicació elaborada de manera conjunta per CaixaBank Research i BPI Research (UEEF) que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i BPI no es fan responsables en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank i BPI i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia. Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

© CaixaBank, S.A., 2022
© Banco BPI, 2022

Disseny i producció: www.cegeglobal.com
Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

FSC www.fsc.org MIXT Paper procedent de fonts responsables FSC® C015618